


Boletim MACRO

Outubro 2023 • Nº 148



Cenários internacional e doméstico seguem muito incertos

O ano de 2023 entra em seu último trimestre em meio a um cenário de inflação ainda elevada, fruto de uma atividade econômica e de um mercado de trabalho que têm se mostrado mais resilientes ao forte aperto monetário realizado mundo afora do que antes se imaginava



Agora, a revista de economia mais tradicional do país também é blog

Conheça este novo canal da *Conjuntura Econômica* e acompanhe, a cada semana, matérias e entrevistas que complementam e atualizam as análises que chegam mensalmente aos leitores.

Blog da CONJUNTURA
ECONÔMICA

Disponível em versão mobile e desktop
fgv.br/ibre/blog-da-conjuntura-economica

Cenários internacional e doméstico seguem muito incertos

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

O ano de 2023 entra em seu último trimestre em meio a um cenário de inflação ainda elevada, fruto de uma atividade econômica e de um mercado de trabalho que têm se mostrado mais resilientes ao forte aperto monetário realizado mundo afora do que antes se imaginava. A aposta segue sendo de uma desaceleração gradual, tanto da atividade como da inflação, mas aumentou consideravelmente a incerteza sobre quão indolor será esse processo.

A possibilidade de que os BCs tenham de manter os juros elevados por um longo período, somada às preocupações com o elevado déficit público americano, têm pressionado o retorno dos títulos longos de renda fixa, em especial nos EUA, o que mantém o dólar em patamar elevado, para padrões históricos, aumentando a aversão ao risco e formando um quadro desafiador para as economias emergentes.

No cenário internacional, a deflagração da guerra entre Israel e o Hamas elevou ainda mais a aversão ao risco nos mercados. Ainda é cedo para avaliar o impacto econômico do conflito, mas parece claro que esse se dará via alta no preço do petróleo. Na semana seguinte ao ataque do Hamas a Israel, esse preço voltou a subir, aproximando-se de US\$ 90 por barril do tipo Brent. Desde meados de julho, o petróleo tem ficado mais caro, devido ao balanço mais apertado entre oferta e demanda no mercado internacional, fruto de cortes na produção feitos pela Arábia Saudita. Até o momento, a desaceleração do crescimento mundial tem evitado uma alta mais expressiva na cotação do barril, mas isso pode mudar em o conflito no Oriente Médio se alastrando.

Elevações mais expressivas no preço do barril podem tornar o processo de desinflação nos EUA, que não tem sido fácil, ainda mais difícil. A ata da última reunião do Fed deixa claro o tom de cautela em relação às decisões futuras. Por um lado, aponta para os riscos altistas, devido às pressões inflacionárias, mas destaca também que o aperto das condições financeiras pode ter impacto mais expressivo sobre a atividade e evitar nova alta de juros. Ou seja, os membros do Fed ganham mais tempo para observar os dados e avaliar os efeitos defasados do aperto monetário antes de subir a taxa de juros.

Os indicadores mais recentes não sugerem, porém, uma situação de conforto, começando pela forte geração de vagas de trabalho, como mostrou a pesquisa de *payrolls* de setembro. Os preços ao consumidor, por sua vez, subiram 0,4% no mês, levando a uma desaceleração da inflação em 12 meses, de 4,3% em agosto para 4,1% em setembro. Contudo, aluguel e serviços voltaram a acelerar na margem. E a pesquisa de comércio mostrou alta forte das vendas de varejo, superando por larga margem as previsões.

Na Área do Euro, a despeito da atividade fraca, o Banco Central Europeu (BCE) subiu os juros em 0,25 p.p., para 4,0%, sinalizando, porém, o fim do ciclo de aperto. As novas previsões do BCE elevaram a projeção da inflação este ano, de 5,4% para 5,6%, e para 2024 e 2025, de 3,0% para 3,2% e de 2,2% para 2,1%, respectivamente. O comunicado indicou que o aperto monetário, se mantido por período prolongado, trará a inflação para a meta.

Por sua vez, a desaceleração da economia chinesa segue o seu curso. O PIB do terceiro trimestre cresceu 4,9% ante o mesmo período do ano anterior, desacelerando em relação ao trimestre anterior, quando registrou crescimento de 6,3% em termos interanuais. Mantemos a previsão de crescimento do PIB chinês de 5,0% este

ano, desacelerando para 4,3% em 2024. Mas notamos que o setor imobiliário chinês ainda não deu sinais claros de estabilização e pode ser uma fonte de estresse em 2024.

Em suma, como amplamente destacado nas edições anteriores do Boletim Macro, os bancos centrais dos países desenvolvidos devem manter juros elevados por tempo prolongado. Juros longos nos patamares mais altos em quase duas décadas, dólar mais valorizado e preço do petróleo mais elevado restringem o espaço para a flexibilização monetária nos países emergentes. De fato, condições financeiras mais restritivas em nível mundial pressionam as moedas dos emergentes, dificultando o processo de desinflação.

Para a economia brasileira, isso tende a se traduzir em uma Selic mais elevada do que se antevia, o que deve limitar o crescimento no ano que vem. Seguimos com a projeção de expansão do PIB de 1,2% em 2024. Além disso, esperamos forte desaceleração da contribuição das atividades exógenas à política monetária, com destaque para a agricultura. Prevemos contribuição de apenas 0,6 p.p. destas atividades para a alta do PIB em 2024, contra 1,6 p.p. em 2023.

Os dados divulgados no último mês confirmam o nosso cenário de desaceleração da atividade no terceiro trimestre, com destaque para a forte queda registrada pela Pesquisa Mensal de Serviços. Mantemos a previsão de estagnação do PIB no terceiro trimestre e crescimento de 2,7% no ano.

Mas um ponto muito negativo que chama atenção é a queda do investimento este ano. A despeito de melhor desempenho da construção civil, a forte contração da absorção de máquinas e equipamentos levará a uma retração do investimento de 1,0% em 2023. Analisando a série histórica, vemos que é muito incomum termos ao mesmo tempo forte crescimento do PIB e redução do investimento. Apenas em 2002 houve algo parecido, com crescimento do PIB de 3,1% e contração do investimento de 1,4%. Mas foi um ano de disparada do risco país e da taxa de câmbio, em meio a uma eleição que gerou muita incerteza sobre a condução da política econômica. Sem dúvida, a elevada taxa real de juros afeta alguns setores da economia, bem como o investimento. Porém, a política fiscal expansionista tem contribuído para expandir o consumo das famílias. O próprio consumo do governo acelerou no segundo trimestre.

Ao quadro externo mais incerto se soma, no Brasil, a preocupação com as contas públicas. Como esperado, o déficit primário do setor público consolidado vem aumentando. No acumulado de 12 meses, atingiu 0,7% do PIB em agosto, sendo 0,7% no governo central e zero nos estados, municípios e estatais. O déficit nominal, na mesma métrica, e excluindo swaps, foi de 7,7% para 7,9% do PIB, com as despesas de juros tendo subido de 7,0% do PIB em julho para 7,2% em agosto. Tanto a dívida bruta como a líquida aumentaram, atingindo 74,4% e 59,9% do PIB, respectivamente. Não antecipamos melhora significativa à frente, prevendo déficit primário de 1,3% este ano e de 1,0% em 2024. Uma Selic mais alta do que antes previsto vai, por sua vez, pressionar ainda mais as despesas com juros.

O diagnóstico parece claro, mas isso não tem facilitado viabilizar uma solução. A PEC da Transição gerou aumento significativo dos gastos públicos, com destaque para uma elevação da ordem de 1% do PIB no programa Bolsa Família. Como é um gasto recorrente, pela Lei de Responsabilidade Fiscal seria necessário encontrar novas fontes de receitas recorrentes para financiar esse aumento perene de gastos. Mas isso não ocorreu.

O novo arcabouço fiscal coloca limites para a expansão dos gastos, mas também impõe um piso para o crescimento real das despesas de 0,6% ao ano. Além disso, inclui uma trajetória muito ambiciosa do resultado primário, que depende fundamentalmente de forte aumento de receitas. Antecipamos que apenas parte das medidas de aumento de arrecadação venha a ser implementada.

Assim, parece haver excesso de otimismo por parte do governo sobre sua capacidade de obter receitas envolvendo a redução de desonerações, do litígio fiscal e de brechas legais para iniciativas de planejamento tributário. Entre outras razões, pois há ainda muita incerteza relativas à aprovação dessas medidas no Congresso

e sua possível judicialização. E, com certeza, haverá o efeito da alteração no comportamento dos contribuintes diante das novas regras.

Como esperado, a questão da credibilidade do arcabouço se intensifica e tudo aponta para elevado déficit no próximo ano. Não há saídas fáceis para problemas difíceis. Temos que entregar resultado fiscal, ou seja, voltar a gerar superávit primário para permitir uma redução mais consistente da taxa de juros real e estabilizar a dívida pública. Por enquanto, estamos muito distantes desse cenário. E o quadro externo, como visto, também não vai ajudar, pelo contrário. Os desafios persistem.

Com essas questões em mente, podemos assim resumir os destaques desta edição do Boletim Macro FGV IBRE:

- **Atividade econômica – página 8:** Com sinais de maior resiliência na atividade pelo lado do mercado de trabalho e desaceleração da inflação, o ambiente é de certo otimismo para a economia brasileira em 2023. Esse fato, entretanto, deve ser tomado com cautela, pois os indicadores de atividade mensais dão sinais de desaceleração. Assim, revisamos moderadamente nossa projeção de crescimento do PIB para o terceiro trimestre, de -0,4% TsT (+1,5% AsA) para 0,0% TsT (2,0% AsA). Conseqüentemente, a projeção do ano também sofreu leve revisão, de 2,5% para 2,7%. Os dados de agosto indicam que a indústria de transformação teve um alívio, mas segue caindo no acumulado de três meses. O setor de serviços teve contração mais acentuada do que o esperado pelo mercado e o varejo ampliado também apresentou resultado negativo em agosto, influenciado pela demanda fraca. Com esse cenário, de expressiva desaceleração do investimento, e sem ganhos de produtividade, os desafios para manter o crescimento robusto das atividades cíclicas observado em 2023 são elevados, sobretudo considerando a persistência do aperto monetário, mesmo que se confirmando as reduções das taxas de juros nas próximas reuniões do Copom. Lembrando que o ritmo no corte da Selic pode ser alterado, dependendo do aumento da incerteza no cenário global, o que, se for o caso, contribuirá fortemente para um cenário mais desafiador em 2024. Atualmente, nossa projeção de crescimento do PIB para o próximo ano é de 1,2%.
- **Expectativas de empresários e consumidores – página 11:** Os índices de confiança do FGV IBRE apontam desaceleração no encerramento do terceiro trimestre. Os consumidores continuam a ter mais força na recuperação da confiança, especialmente os de renda mais baixa, mas o ritmo diminuiu. No âmbito empresarial, houve queda na confiança, principalmente na indústria e comércio. A prévia de outubro sugere continuação desse cenário cauteloso, com a possibilidade de recuo em ambos os índices.
- **Mercado de trabalho – página 14:** A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) de agosto de 2023 mostrou queda da taxa de desemprego, de 7,9% para 7,7%, coincidindo com as projeções da FGV IBRE. Para setembro, espera-se uma taxa estável, em torno de 7,7%, ou 7,8%, quando dessazonalizada, indicando ligeira alta em comparação ao último trimestre móvel. Além disso, a massa de rendimentos efetivos do trabalho tem crescido desde 2022, com o rendimento médio mensal se estabilizando em torno de R\$ 3.000 no início de 2023. Já a População Ocupada teve crescimento significativo até junho de 2022, seguido por variações menos marcantes. Finalmente, os dados do Caged de agosto de 2023 mostraram geração de 220,8 mil vagas, superando as estimativas do FGV IBRE, de 167,4 mil, o que significa queda de 90,7 mil para 69,8 mil no indicador com dessazonalização, em linha com a desaceleração iniciada no segundo trimestre. As projeções para setembro, por outro lado, indicam a criação de 171,5 mil empregos, o que se traduz em crescimento de 83,0 mil postos após o ajuste sazonal.
- **Inflação – página 16:** Há no horizonte eventos que podem impactar a trajetória dos preços, mas, por enquanto, a inflação mantém-se controlada. Apesar dos riscos advindos do clima e do conflito no Oriente

Médio, o mercado prevê que o IPCA terminará o ano dentro do intervalo de tolerância da meta de inflação, segundo o Boletim Focus do Bacen. Isso se deve à baixa probabilidade de impactos significativos do petróleo e à tendência de queda nos preços dos alimentos. A previsão é de inflação de aproximadamente 4,7% no final do ano, em comparação com a taxa atual de 5,2%.

- **Política monetária – página 18:** Estimativas confiáveis indicam inflação projetada acima da meta. Dois fatores têm contribuído para essa situação: desconforto adicional dos participantes de mercado com a situação fiscal do país e tendência de depreciação do real associada ao comportamento dos juros americanos e do dólar lá fora. Na medida em que fatores como esses continuem contribuindo para manter a inflação projetada acima da meta, dificilmente o BC se sentirá confortável para levar muito longe o atual ciclo de baixa da Selic. Em princípio, o BC não deixará de reduzir a Selic em 50 pontos em novembro e em dezembro. Dali por diante, porém, talvez se torne inevitável diminuir o ritmo de queda para 25 pontos. Isso teria a vantagem de deixar o BC mais confortável para aguardar eventual convergência da projeção da inflação para a meta. E interromper o ciclo na hipótese de isso não acontecer.
- **Política fiscal – página 20:** Esta seção versa sobre “O pagamento dos Precatórios e as estatísticas fiscais e econômicas”. Na elaboração do orçamento de 2022, um meteoro, nas palavras do ex-Ministro Paulo Guedes, atingiu as contas públicas. O Ministério da Fazenda foi informado pelo Poder Judiciário que o valor dos precatórios havia alcançado R\$ 89 bilhões, um valor 64% superior aos R\$ 54 bilhões pagos em 2021, o que impedia a apresentação de um orçamento viável no contexto do teto de gastos. A solução da equipe econômica, na época, foi criar um teto de pagamento anual no orçamento, postergando para os anos seguintes o pagamento do excedente. Para resolver essa questão, o governo está propondo uma nova regra para pagamento. Além de questões conceituais, existem questões práticas. A análise discorre sobre todos esses aspectos. As recomendações estatísticas do FMI, da ONU e demais organismos internacionais não são vinculantes ao ordenamento do país, mas elas refletem anos de discussão técnica sobre as melhores práticas em relação ao que se deseja medir. Mais leis podem significar uma piora da qualidade das estatísticas brasileiras e torná-las menos precisas. É melhor ter cuidado com isso.
- **Setor externo – página 22:** As previsões para o superávit da balança comercial chegam a resultados acima de US\$ 90 bilhões. Volume, e não preços, explicam o salto, que será recorde na série histórica da balança. No caso das exportações, ganhos no mercado em grãos (soja e milho), explicados pela boa safra do Brasil, e problemas na safra da Argentina; e, no caso do petróleo, ganhos em parte devidos às sanções à Rússia aplicadas por Estados Unidos e União Europeia. Nas importações, o principal demandante, que é a indústria de transformação, ainda não entrou num claro ciclo de expansão da produção. Foi observado que, diferentemente da guerra da Rússia na Ucrânia, o conflito entre Israel e o Hamas não terá maiores efeitos na balança brasileira, pelo menos este ano. Para 2024, um eventual impacto irá depender da duração e da extensão do conflito para outros países.
- **Internacional – página 26:** A última reunião do comitê de política monetária (FOMC) do Fed, BC americano, em setembro surpreendeu o mercado com as novas projeções dos participantes para a economia. A revisão altista para a atividade sustentou um ajuste nos cortes de juros antecipados para 2024, de 1,0% para 0,5%. Para o FOMC atingir a meta de inflação de 2% em 2026, será preciso um período de crescimento abaixo do potencial. Ao discutir a política monetária, “quase todos os participantes” concordaram em manter os juros estáveis em 5,25-5,50% a.a. Nesta fase de ajuste fino, o FOMC busca equilibrar os riscos de apertar demais contra os de não apertar o suficiente. Assim, todos concordaram em proceder “cautelosamente”. No entanto,

no verão americano, a atividade foi surpreendentemente forte. Para o quarto trimestre, alguma moderação é esperada. A resiliência da economia americana pode continuar a surpreender os analistas, que, desde meados de 2022, empurram a recessão mais antecipada da história para a frente.

- **Em foco IBRE – página 27:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador Daniel Duque, o tema é: “Transferências de Renda, Taxa de Participação e Distribuição de Renda”.

Atividade econômica

Segundo semestre: desaceleração dos serviços

Silvia Matos, Marina Garrido e Ana Victoria Pelliccione

Se, por um lado, estamos observando um cenário mais benigno do mercado de trabalho e desaceleração da inflação, o que pode estimular o consumo das famílias, por outro, conforme esperado, os indicadores mensais de atividade vêm apresentando desaceleração nos últimos meses. Com um cenário um pouco mais otimista, principalmente pelo melhor desempenho da agropecuária e da indústria extrativa, revisamos a nossa projeção de crescimento do PIB para o terceiro trimestre, de -0,4% TsT (+1,5% AsA) para estabilidade na margem (2,0% AsA). Conseqüentemente, revisamos ligeiramente nossa projeção de crescimento para o ano, de 2,5% para 2,7%. A moderação na revisão se deve ao fato de que, embora mais resiliente, o cenário ainda carrega bastante incerteza e, por isso, é necessário cautela com as atividades cíclicas¹. Com o fim das safras, a contribuição da agropecuária no segundo semestre deverá ser negativa, o que, provavelmente, será revelado já na próxima divulgação do Monitor do PIB. Nesse sentido, projetamos que os componentes exógenos na margem passarão de uma contribuição de 0,1p.p. (segundo trimestre) para -0,1p.p., ajudando a explicar a desaceleração da atividade no terceiro trimestre, a qual deve se intensificar no quarto trimestre.

Ao que tudo indica, haverá desaceleração da economia no segundo semestre deste ano, estando o debate voltado para a intensidade desse movimento. Para a indústria de transformação, os indicadores de alta frequência de agosto mostraram um alívio momentâneo na trajetória negativa: registrou a sua primeira alta na margem, após quatro quedas consecutivas, 1,0% MsM e -0,1% AsA. Porém, na média móvel de três meses, a tendência negativa ainda prevalece, acumulando queda de 0,4% TsT.

Já o varejo no conceito ampliado apresentou queda de -1,3% MsM e crescimento de 3,6% AsA em agosto. Os destaques negativos foram os setores de Móveis e eletrodomésticos, com queda de -2,2% MsM e -1,5% AsA, e Tecidos, vestuário e calçados, que caíram -0,4% MsM e -7,0% AsA. O varejo no conceito restrito teve desempenho similar, com queda de -0,2% na margem e alta de 2,3% AsA. O resultado foi heterogêneo nos setores, com recuperação nas vendas de veículos na margem, mas sem recuperar as perdas do mês anterior. O prognóstico para o segundo semestre é de que o varejo caminhe de lado, uma vez que a demanda por bens está enfraquecida.

O setor de serviços teve desempenho muito fraco em agosto, com saldo negativo na margem, -0,9% MsM (0,9% AsA), resultado abaixo das nossas projeções (que eram de -0,1% MsM e 1,8 AsA) e bem aquém das projeções de mercado (0,4% MsM e 2,8% AsA). Confirmando nossas expectativas, verificou-se desaceleração nos serviços prestados às famílias – única atividade em patamares abaixo do nível pré-pandêmico (fev/20). Após crescimento expressivo no segundo trimestre em transportes, o segmento registrou forte queda em agosto, de -2,1% MsM e -1,2% AsA. O cenário revelado nessa mais recente Pesquisa Mensal de Serviços se alinha às projeções de um PIB mais fraco no segundo semestre, conforme nossas expectativas. O debate para 2023 continua a ser sobre a capacidade de resiliência dos serviços como um todo. As perspectivas para o ano, porém, não são muito animadoras: os efeitos defasados da política monetária ainda devem prejudicar o crescimento do setor este ano.

¹Atividades cíclicas são os componentes do PIB mais sensíveis aos ciclos econômicos. Isto é, para fazer essa agregação, excluímos da conta os setores da agropecuária, indústria extrativa, as atividades imobiliárias e de aluguéis, bem como a administração pública. Essas atividades não são diretamente impactadas pelo rumo da política monetária.

Por fim, o IBC-Br, em agosto, teve contração na margem, -0,8% MsM, e alta de 1,3% se comparado com agosto de 2022. Para o indicador de atividade econômica do FGV IBRE (IAE-FGV), o resultado parece ser o mesmo, de desaceleração, com -0,4%MsM e 3,0% AsA. As contribuições dos componentes cíclicos e exógenos foram de, respectivamente, 2,1p.p. (70%) e 0,9p.p. (30%). Os resultados estão também em linha com o Monitor do PIB, que apresentou queda de -0,6% MsM e alta de 2,5% AsA. A contribuição dos componentes relacionados às atividades cíclicas para o crescimento interanual do índice agregado foi mais elevada do que no mês anterior: 1,5 p.p. (59,9%), ante 0,6 p.p. (26%) em julho. Com relação ao componente exógeno, a contribuição foi de 1,0 p.p. (40,1%) ante 1,8 p.p. (74%) em julho. Da queda de -0,6% (MsM), a contribuição foi toda do componente exógeno, tendo o componente cíclico permanecido estável.

Como mencionado anteriormente, revisamos nossa projeção de crescimento do PIB para o terceiro trimestre de -0,4% TsT (1,5% AsA) para 0,0% TsT (2,0% AsA) e, para o ano fechado, de 2,5% para 2,7%, apesar da manutenção das expectativas de ambiente desfavorável para a indústria de transformação (ver Tabela 1). Os resultados mais positivos devem ser vistos com cautela, pois o cenário para o ano de 2023 fechado continua desafiador. Há uma desaceleração global em curso e um aumento da incerteza mundial com os acontecimentos das últimas semanas, e a política monetária no Brasil ainda deve se manter restritiva, mesmo com a continuação da flexibilização iniciada em agosto.

Pelo lado da oferta, nossa projeção para a indústria é de crescimento próximo de 1% no terceiro trimestre deste ano (0,7% TsT e 1,5% AsA), essencialmente atribuível ao desempenho favorável da parte extrativa. A atual previsão é de que o setor fechará o ano com crescimento de 1,5%. A indústria de transformação deve apresentar uma ligeira alta na margem (0,2% TsT e -1,2% AsA), mas fechando o ano com contração de -0,9%.

Ainda pelo lado da oferta, o setor de serviços deve ter um leve crescimento de 0,3 TsT (1,4% AsA), encerrando 2023 com crescimento de 2,0%, ante 4,2% em 2022. O cenário é desafiador para o ano fechado, tanto devido ao elevado grau de incerteza da economia, quanto porque a base de crescimento é desfavorável, uma vez que os patamares de crescimento têm se apresentado altos. O excelente desempenho da agropecuária no início de 2023 também contribuiu para a notável performance do setor de transporte e de armazenagem, e esses efeitos devem ser mais brandos no segundo semestre.²

Tabela 1: PIB projeções

Atividades	2023.III (TsT)	2023.III (AsA)	2023
Consumo das Famílias	0.1%	2.0%	2.4%
Consumo do Governo	-0.2%	1.1%	1.7%
Investimento	0.8%	-3.5%	-1.0%
Exportação	0.7%	5.9%	7.3%
Importação	1.0%	-1.7%	0.3%
PIB	0.0%	2.0%	2.7%
Agropecuária	-3.0%	11.6%	14.6%
Indústria	0.7%	1.5%	1.5%
Extrativa	0.5%	6.5%	6.4%
Transformação	0.2%	-1.2%	-0.9%
Eletricidade e Outros	0.3%	4.1%	3.8%
Construção Civil	1.2%	0.4%	1.1%
Serviços	0.3%	1.4%	2.0%

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.

²De acordo com cálculos do Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada (CEPEA), o emprego gerado pelos agrosserviços cresceu 7,4% no primeiro semestre em relação ao primeiro semestre do ano passado, enquanto o emprego total cresceu 1,6% (excluindo o autoconsumo agrícola).

Pelo lado da demanda, a projeção para o consumo das famílias é de alta de 0,1% TsT (2,0% AsA) no terceiro trimestre de 2023: com o mercado de trabalho aquecido, é provável que o consumo se mantenha próximo da estabilidade, mesmo com o crescimento de quase 1,0% TsT no trimestre anterior. No agregado, o cenário deve mudar em relação ao ano passado, assim como o setor de serviços, com o consumo das famílias terminando 2023 com crescimento de 2,4%. Além disso, reduzimos a nossa projeção para o crescimento do investimento no terceiro trimestre de 2,4% TsT (-1,4% AsA) para 0,8% TsT (-3,5% AsA). A revisão se deve à piora no cenário de absorção de máquinas e equipamentos, que deve se contrair em torno de 13% TsT no terceiro trimestre. Assim, ao que tudo indica, o investimento terminará 2023 com resultado negativo, de -1,0%. Todavia, esperamos melhor desempenho para a construção civil no ano. O consumo do governo provavelmente apresentará crescimento mais baixo do que no trimestre anterior: queda de -0,2% na margem, fechando o ano com alta de 1,7%. Por fim, projetamos contribuição expressiva do setor externo para o crescimento de 2023, com exportação aumentando 7,3% e importação, 0,3%.

A despeito da expressiva contribuição da parte exógena no primeiro trimestre, os resultados do segundo trimestre revelaram uma desaceleração desse componente, que deve perdurar pelo resto do ano, limitando o crescimento em 2023. Porém, o PIB exógeno deve contribuir com 60% do crescimento total do PIB anual. Em relação aos componentes cíclicos do PIB, o cenário de desaceleração deve ser o mesmo, com estabilidade no terceiro trimestre e levemente negativo no quarto trimestre, após uma grande surpresa positiva no segundo trimestre. Em números, os componentes exógenos do PIB devem contribuir com 1,6p.p., e os componentes cíclicos com 1,1p.p. Esse desaquecimento segue o curso da desaceleração iniciada no terceiro trimestre de 2022, que deve perdurar, pelo menos, até o final de 2023, tendo em vista os efeitos defasados da política monetária restritiva, além dos impactos cumulativos da desaceleração global, também presente em 2023.

Apesar da flexibilização da política monetária iniciada em agosto, o cenário para 2024 é mais delicado, dado o aumento da incerteza no cenário internacional, com reflexos em vários âmbitos, dentre os quais a alta dos juros longos nos EUA. Dependendo da intensidade e duração dos impactos dos acontecimentos das últimas semanas, é possível que o Banco Central revise o ritmo de corte de juros e a taxa Selic de final de ciclo. Com a conjuntura atual, nossa projeção para o crescimento do PIB em 2024 é de 1,2%. Além disso, esperamos forte desaceleração da contribuição das atividades exógenas à política monetária, com destaque para a agricultura. Projetamos contribuição de apenas 0,6 p.p. dessas atividades para o PIB do ano que vem, após contribuírem com 1,6 p.p. em 2023.

Expectativas de empresários e consumidores

Índices de Confiança reforçam sinais de arrefecimento

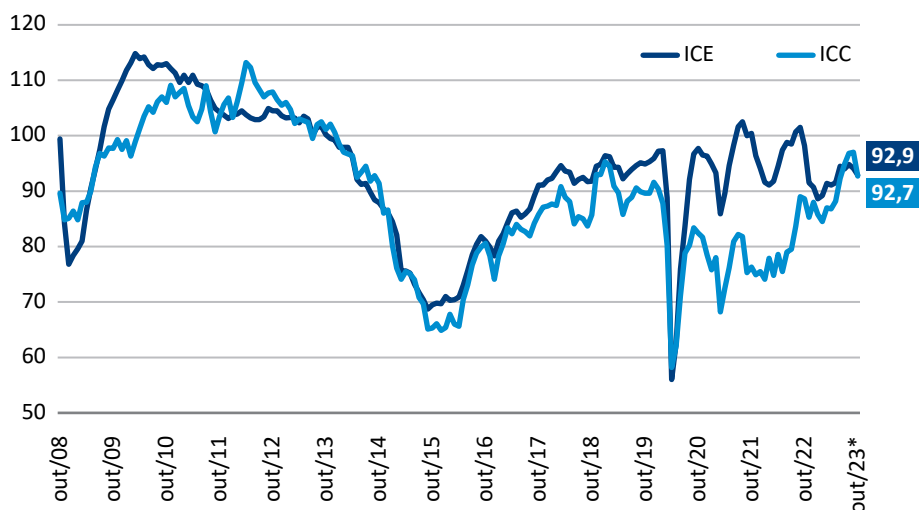
Rodolpho Tobler e Viviane Seda

Os resultados mais recentes dos índices de confiança, divulgados em setembro, indicam um enfraquecimento na recuperação que vinha ocorrendo ao longo de 2023. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) caiu 0,7 ponto, confirmando um período de maior volatilidade. Já o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) não apresentou queda no mês, com uma variação de apenas 0,2 ponto, mas tem mostrado desaceleração desde julho deste ano.

A prévia utilizando dados até o dia 11 de outubro sugere a continuidade da tendência de queda da confiança, tanto entre as empresas quanto entre os consumidores. O ICC pode voltar a apresentar resultado negativo, interrompendo uma sequência de cinco altas consecutivas, com uma queda de -4,3 pontos, enquanto o ICE registraria sua segunda queda consecutiva, com -1,2 ponto. Se esses resultados se confirmarem, as sondagens do FGV IBRE levantam sinais de alerta na transição do terceiro para o último trimestre do ano.

Gráfico 1: Índices de Confiança Empresarial e dos Consumidores

(Com ajuste sazonal, em pontos – Dados prévios de outubro)

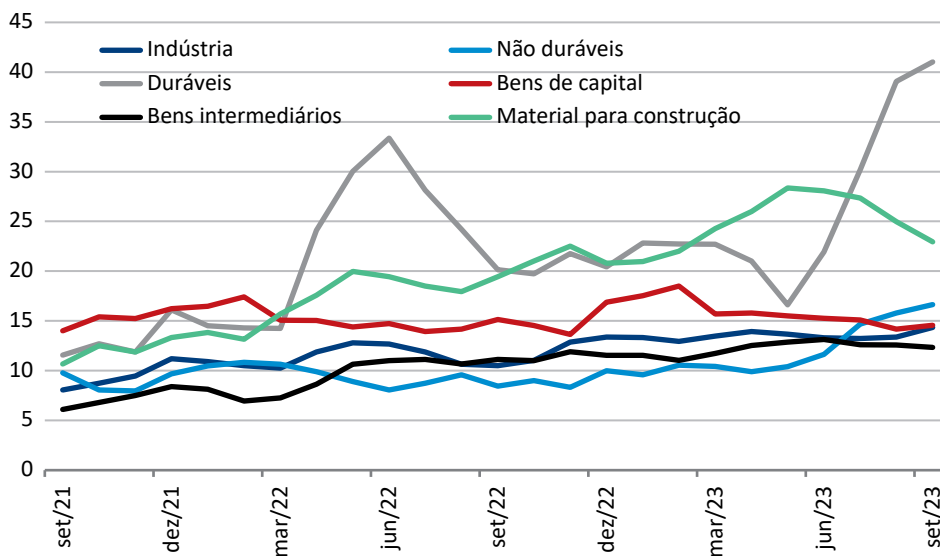


Fonte: FGV IBRE.

Do ponto de vista empresarial, a queda já observada em setembro e antecipada em outubro é motivo de preocupação, pela disseminação entre os principais setores. Em termos de horizonte temporal, a queda de setembro foi totalmente influenciada pela deterioração das expectativas, mas os dados preliminares de outubro indicam que a percepção do cenário atual também piorou. Apesar dessa tendência geral, ainda existem diferenças notáveis entre os setores, com construção e serviços mantendo níveis mais altos. A construção, em particular, tem enfrentado desafios na contratação de mão de obra qualificada, sugerindo um mercado mais aquecido.

Por outro lado, comércio e indústria têm enfrentado mais dificuldades e estão se afastando do nível neutro de 100 pontos. Apesar de melhoras recentes em variáveis macroeconômicas, como o início do ciclo de redução de juros e maior controle da inflação, o impacto dessas mudanças na atividade econômica pode levar tempo para ser sentido nesses setores, tornando o cenário atual desafiador. Um sinal claro dessas dificuldades é o aumento do percentual de empresas com estoques excessivos. Na indústria, em médias móveis trimestrais, esse valor atingiu 14,3%, o maior desde o auge da pandemia em junho de 2020, sendo fortemente influenciado pelos bens de consumo duráveis. No comércio também se observa parcela significativa de empresas com estoques excessivos, com destaque para os setores de veículos, motos e peças, bem como tecidos, vestuário e calçados.

Gráfico 2: Empresas com estoques excessivos na Indústria, por categoria de uso
(Com ajuste sazonal, em percentual)

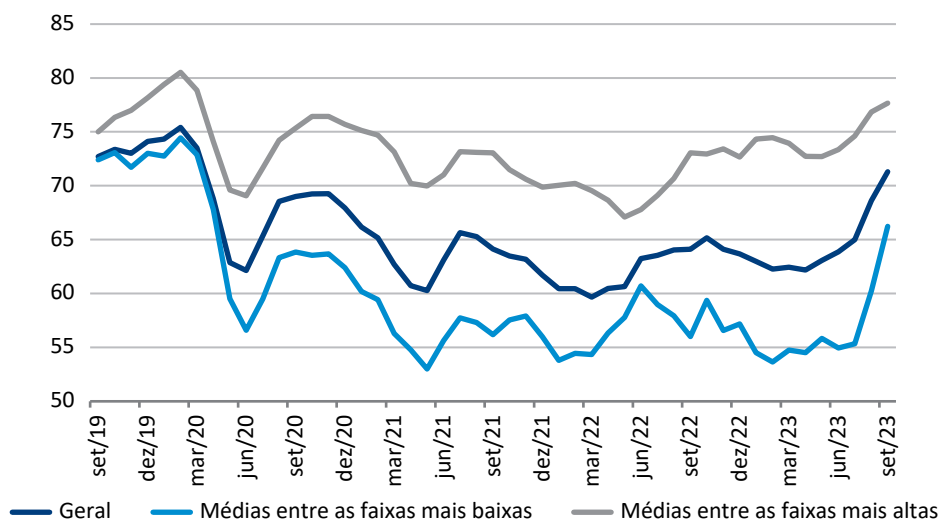


Fonte: FGV IBRE.

No que diz respeito aos consumidores, apesar da desaceleração nos últimos meses, setembro marcou a quinta alta consecutiva no ICC. Essa melhora recente contribuiu para aproximação da confiança dos consumidores de renda mais baixa dos de renda mais alta. Isso foi notado principalmente em indicadores relacionados ao presente, como a situação financeira das famílias, mas os patamares desses indicadores ainda estão abaixo dos níveis pré-pandemia. Essa melhora recente, impulsionada pelos consumidores de renda mais baixa, parece estar relacionada ao controle da inflação de alimentos, que tem um peso maior nesse grupo de pessoas. Inclusive na própria sondagem também já é observada redução na percepção de inflação.

Gráfico 3: Indicador de Situação Financeira das Famílias no momento presente

(Separados por faixas de renda, com ajuste sazonal e em pontos)



Fonte: FGV IBRE.

Por fim, os resultados das sondagens na passagem para o último trimestre do ano acendem o sinal de alerta em relação ao ritmo de recuperação. Nas empresas, os levantamentos recentes já demonstram redução do otimismo, que pode ser confirmada pelos dados preliminares. Já os consumidores continuaram avançando em setembro, mas em ritmo menor, e, possivelmente, influenciados pelo controle da inflação; mas poderão registrar queda em outubro. Apesar da melhora de algumas variáveis macroeconômicas, o cenário ainda é desafiador, e os impactos, como a redução dos juros, podem demorar a ser percebidos por empresários e consumidores.

Mercado de trabalho

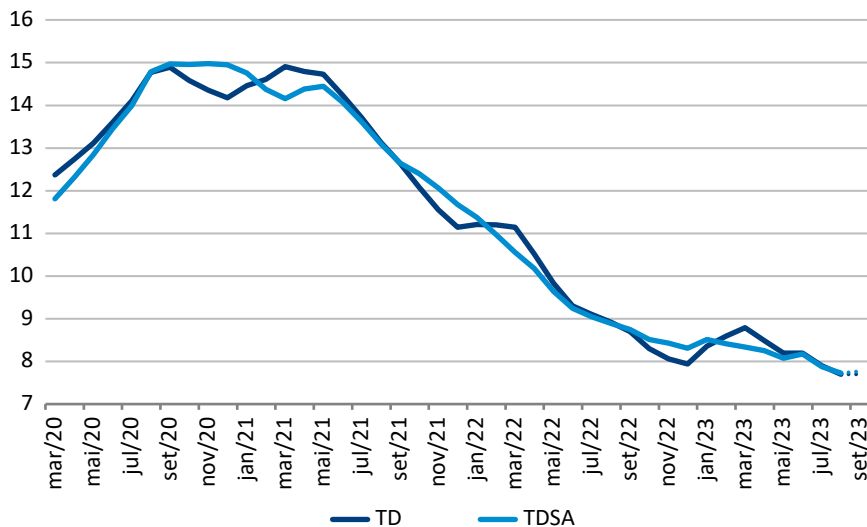
A edição de agosto da PNADC indicou leve redução da taxa de desemprego para 7,7%, alinhada às projeções da FGV IBRE.

Enquanto os rendimentos efetivos do trabalho mostraram crescimento significativo desde 2022, a População Ocupada apresentou aumento sustentado até junho de 2022. Caged, por sua vez, reportou a criação de 220,8 mil vagas em agosto de 2023, ligeiramente acima das previsões, mas ainda em tendência de desaceleração, que deve ser interrompida no próximo mês

Daniel Duque

A edição de agosto de 2023 da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) mostrou que o trimestre móvel da taxa de desemprego fechou em 7,7%, equivalente ao nível projetado pelo FGV IBRE. Em termos dessazonalizados, o percentual saiu de 7,9% para 7,7%, uma nova redução. Em setembro, fechando o terceiro trimestre, projeta-se manutenção da taxa, de 7,7%, equivalente a cerca de 7,8% na série dessazonalizada, o que significaria leve alta em relação ao último trimestre móvel.

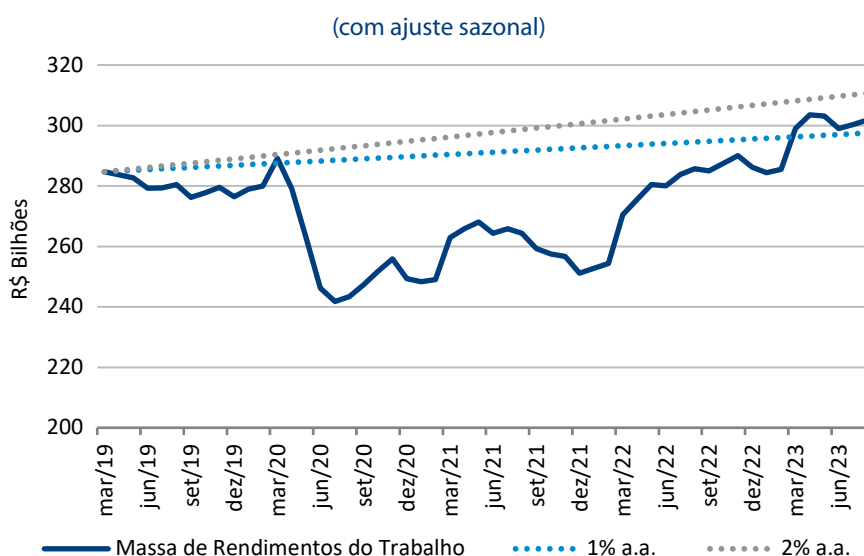
Gráfico 4: Taxa de Desemprego 2020-23 (em %)



Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE.

O gráfico a seguir, por outro lado, mostra que a massa de rendimentos efetivos do trabalho, desde a recuperação observada a partir de 2022, cresceu significativamente. Nos últimos trimestres móveis de 2023, seu nível superou aquele que teria sido registrado caso, desde 2019, houvesse crescimento a uma média anual de 1% – mas está ainda abaixo, caso houvesse crescimento a uma média de 2%.

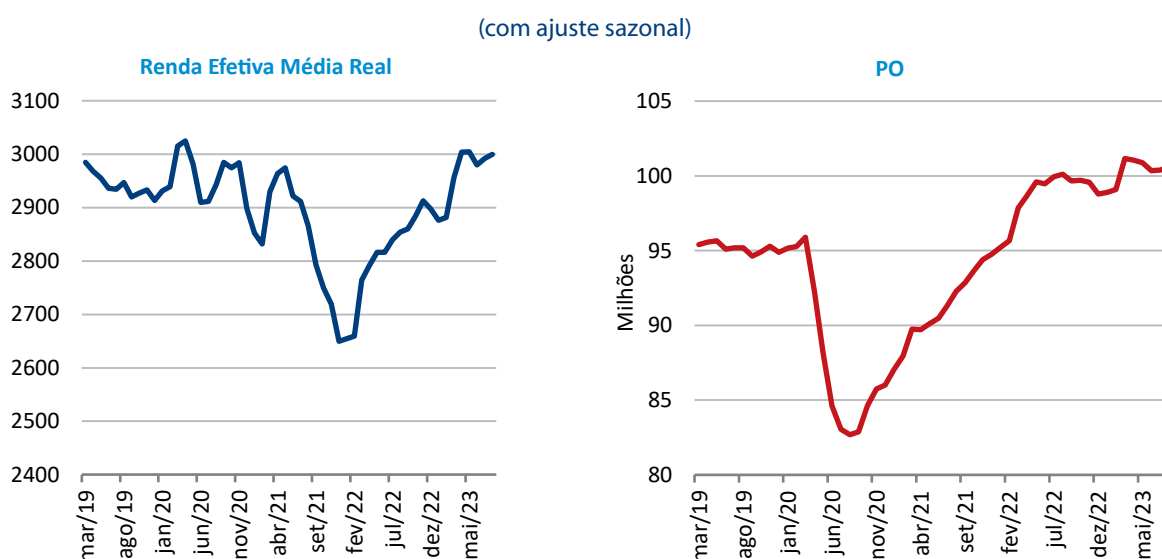
Gráfico 5: Evolução Real da Massa de Rendimentos do Trabalho Efetivamente Recebidos



Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE.

Os gráficos apresentados mostram a Renda do Trabalho Efetiva Média Real e a População Ocupada, que compõem a Massa de Rendimentos do Trabalho. Na primeira, observa-se que, desde o início de 2022, houve recuperação significativa, e a renda começou a aumentar, estabilizando-se em torno de R\$ 3000 mensais desde o início de 2023. Por outro lado, a População Ocupada mostra crescimento sustentado de dezembro de 2022 até junho de 2023, desde quando tem exibido variações menos significativas.

Gráfico 6: Evolução da Renda Efetiva e População Ocupada

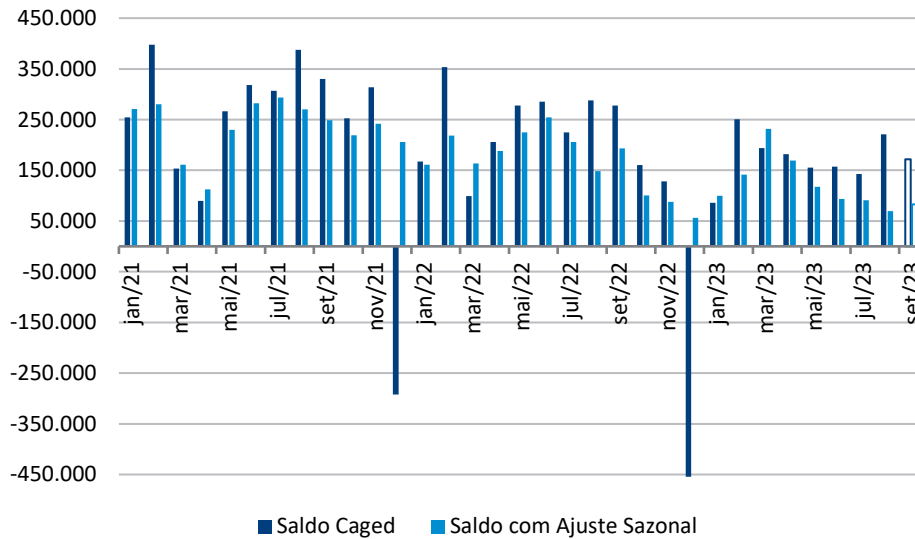


Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE.

O Caged, por fim, mostrou em agosto de 2023 um saldo de 220,8 mil vagas, acima do projetado pelo FGV IBRE, de 167,4 mil. Com ajuste sazonal, o saldo registrou leve queda, de 90,7 mil para 69,8 mil, confirmando no-

vamente o cenário de desaceleração iniciada no segundo trimestre. Para setembro, projeta-se criação de 171,5 mil postos de trabalho, o que corresponde a crescimento de 83,0 mil quando aplicado ajuste sazonal – ou seja, uma leve interrupção das sucessivas reduções do saldo do Caged.

Gráfico 7: Saldo de Vagas do Caged em 2021-23



Fonte: CAGED (MTE). Elaboração: FGV IBRE.

Inflação

Inflação: Expectativa de desaceleração em meio a desafios

André Braz

Há no horizonte riscos que podem impactar a trajetória dos preços, mas, por enquanto, a inflação mantém-se controlada. O resultado do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de setembro reforça essa perspectiva. O número veio abaixo das expectativas de mercado, registrando 0,26%, em contraste com as previsões de aproximadamente 0,35%. Parte desse desempenho favorável deve-se ao comportamento positivo dos preços dos alimentos, especialmente os que têm maior peso na cesta básica, o que ajudou a neutralizar o impacto dos preços dos combustíveis, em especial da gasolina, na apuração de setembro.

A gasolina, por sua vez, carregava o efeito do último reajuste autorizado pela Petrobras, ocorrido no início da segunda quinzena de agosto. Como somente metade desse reajuste foi refletido naquele mês, a outra metade teve um destaque considerável na inflação de setembro, que teria sido de 0,12% se o preço da gasolina tivesse permanecido inalterado.

Medidas de inflação subjacente, particularmente os diferentes núcleos de inflação, continuaram a desacelerar. O índice de difusão, que avalia a porcentagem de produtos e serviços com variação positiva, teve queda

acentuada, mostrando que apenas 43% dos itens que compõem o IPCA tiveram aumentos de preços. Esse é o menor percentual desde julho de 2017, quando atingiu 42%.

Quanto aos riscos para a inflação, destacam-se, pelo menos, dois principais: o El Niño e o conflito entre Israel e o Hamas. O fenômeno climático El Niño tem causado mudanças significativas nas condições climáticas do Sul e do Norte do Brasil. Se as condições climáticas rigorosas persistirem, principalmente no Sul, isso pode afetar as projeções para a safra de 2023/2024, o que, por sua vez, já começaria a impactar os preços de *commodities* como soja, milho e outros produtos relevantes.

Já o conflito no Oriente Médio pode influenciar os preços do petróleo. Antes do início desse conflito, os preços do petróleo já estavam sujeitos a uma alta volatilidade, com os preços chegando a quase US\$100 por barril, resultado da redução da oferta pela Arábia Saudita e Rússia. No entanto, os investidores perceberam que essa alta não estava justificada pelas perspectivas econômicas globais, levando o preço do barril a recuar para US\$87. Com o conflito em curso, o preço do petróleo voltou a subir, permanecendo agora em torno de US\$90. O desfecho do conflito permanece incerto, o que deverá manter a volatilidade nos preços do petróleo e tende a elevar o risco de novos aumentos nos preços dos combustíveis a curto prazo.

Se isso acontecer, o espaço para manter a inflação dentro da faixa de tolerância da meta, cujo teto é de 4,75%, ficará mais restrito. Vale destacar que a gasolina representa 5% do orçamento familiar, o que significa que, para cada 1% de aumento nos preços da gasolina nas bombas, o IPCA se eleva em 0,05 ponto percentual. Além disso, o aumento dos preços do diesel tem efeitos indiretos, afetando o transporte, a geração de energia e as tarifas de ônibus urbanos. Finalmente, o petróleo é matéria-prima para muitos insumos industriais, cujos aumentos de custos podem pressionar toda a cadeia produtiva e resultar em aumentos nos preços dos produtos finais, agravando a pressão inflacionária.

Apesar desse risco, a pesquisa Focus realizada pelo Banco Central aponta para expectativas de inflação dentro da faixa de tolerância da meta, o que já reflete uma baixa probabilidade de impactos significativos vindos do petróleo, juntamente com a contínua queda nos preços dos alimentos, que ajuda a atenuar as pressões inflacionárias. Além disso, o Monitor da Inflação Oficial do FGV IBRE antecipa que a inflação de outubro ficará em torno de 0,3%, abaixo dos 0,59% registrados em outubro de 2022.

Diante dessa perspectiva, apesar dos riscos mencionados, o mercado expressa otimismo quanto à manutenção da inflação dentro da meta estabelecida. Isso se deve à percebida improbabilidade de impactos substanciais no petróleo e à continuidade da tendência de redução nos preços dos alimentos. Como resultado, a previsão é de que a inflação atinja cerca de 4,7% no final do ano, em comparação com a taxa atual de 5,2%.

Política monetária

Ritmo de corte da taxa Selic poderá ser reduzido para 25 pontos base

José Júlio Senna

Na edição de setembro do Boletim Macro, destacamos a possibilidade de incertezas fiscais e projeções de inflação acima da meta inviabilizarem o atingimento de uma taxa Selic abaixo de 10,0%, ao cabo do atual ciclo de afrouxamento monetário. Nesta edição de outubro, retomamos o assunto.

Um dos aspectos mais importantes em toda essa discussão sobre até que ponto o Banco Central continuará reduzindo a taxa Selic tem a ver com a constatação de que o ciclo de queda da taxa básica de juros foi iniciado sem que as condições para isso estivessem inequivocamente preenchidas. De fato, quando o BC começou o ciclo atual, as expectativas Focus de inflação de médio prazo mostravam-se desancoradas, ou seja, acima da meta de 3,0%, sendo isso verdade também no tocante às projeções oficiais de inflação para o horizonte relevante.

Tal observação não deve ser vista como sugestiva de que o BC teria errado ao dar início ao ciclo de baixa. Na realidade, não havia como postergar esse início. A corda fora esticada até o ponto em que cabia fazê-lo.

De qualquer modo, de maneira a evitar algum abalo de longo prazo na credibilidade da autoridade monetária, o BC precisará mostrar-se especialmente fiel aos preceitos fundamentais do inflation targeting, segundo os quais o objetivo básico da política monetária é assegurar que as projeções de inflação para os horizontes relevantes fiquem na meta, devidamente considerado o balanço de riscos em torno de tais projeções. Exatamente por isso argumentamos no Boletim Macro anterior que um quadro de projeções de inflação acima da meta poderia levar o BC a interromper o ciclo de afrouxamento antes do imaginado por boa parte dos analistas e participantes de mercado.

Estimativas recentes da MCM Consultores, baseadas num modelo de pequeno porte que procura reproduzir o modelo básico usado pelo Banco Central, indicam uma inflação projetada de 3,6% para 2024. Para 2025, o número projetado mostra-se bem próximo da meta (3,1%). É importante notar, porém, que o ano de 2025 corresponderá ao horizonte relevante somente quando estivermos no segundo trimestre de 2024. E até lá não sabemos como se comportarão as variáveis que alimentam o modelo.

Para pensarmos em algo prático, talvez possamos trabalhar com uma média ponderada das projeções, usando como pesos um critério tornado público por um ex-diretor do BC, quando fazia parte do colegiado. Nesse último trimestre de 2024, os pesos seriam 50% para cada projeção, o que nos daria 3,35%. Um desvio desse nível para a meta de 3,0% não parece muito, mas certamente permite a afirmação de que a inflação projetada está acima da meta. A nosso ver, até que ponto o BC dará continuidade ao ciclo de baixa dos juros dependerá da permanência ou não desse quadro de projeção acima da meta. Nossas preocupações se concentram em dois fatores específicos.

O primeiro seria certo desconforto adicional dos participantes de mercado diante das dificuldades do governo para ver aprovadas pelo Congresso medidas capazes de viabilizar o cumprimento das metas fiscais propostas pelo próprio governo, ou pelo menos levar os números efetivos para próximo dessas metas. O que nos ajuda a identificar tal desconforto é a alta recente dos juros reais das NTN-Bs longas, nos dois últimos meses. Como ilustra a tabela a seguir, entre meados de agosto e meados do corrente mês, os juros reais dos papéis de longo prazo, de vencimento em 2055, por exemplo, subiram de 5,32% para 5,93%.

Tabela 2: Evolução dos juros reais das NTN-Bs de vencimento em 2055

Data	Rentabilidade, % a.a.
11-ago-23	5,32%
29-ago-23	5,52%
12-set-23	5,68%
26-set-23	5,96%
10-out-23	5,89%
16-out-23	5,93%

Fonte: Bloomberg. Notas: Rendimento das NTN-Bs no mercado secundário.

O segundo fator seria a perda de valor do real diante do dólar nos últimos 30 dias. Nesse período, o câmbio nominal passou de R\$ 4,85/US\$ para mais de R\$ 5,0/US\$, em boa parte devido ao fortalecimento do dólar nos mercados internacionais de câmbio. Tal fortalecimento, por sua vez, tem a ver com a alta recente dos juros longos nos Estados Unidos.

Confiança maior dos participantes de mercado no futuro das contas públicas, com sinais claros de que o governo conseguirá conter a trajetória crescente da relação dívida/PIB, e mais adiante transformá-la em trajetória cadente, é um fator que potencialmente contribuiria para trazer a inflação projetada para baixo, via melhora da percepção de risco país e, conseqüentemente, fortalecimento da moeda nacional.

No mesmo sentido atuaria eventual afrouxamento da política monetária atualmente em prática no mundo avançado, especialmente nos EUA. Dólar eventualmente mais fraco contribuiria para o fortalecimento do real e ajudaria também a trazer para baixo as inflações projetadas.

O problema é que nem uma coisa nem outra parecem prestes a acontecer. Na medida em que isso se confirme, é bem possível que as projeções de inflação persistam acima da meta. E isso possivelmente deixará o BC desconfortável para levar muito longe o ciclo de baixa da Selic. Somente diante de algo muito extraordinário o BC deixará de promover 50 pontos de queda em novembro e dezembro. Dali por diante, porém, talvez se torne inevitável diminuir o ritmo de queda da Selic para 25 pontos. Isso teria a vantagem de deixar o BC numa posição mais confortável para aguardar eventual convergência da projeção da inflação para a meta e interromper o ciclo na hipótese de isso não acontecer.

Política fiscal

O pagamento dos Precatórios e as estatísticas fiscais e econômicas

Manoel Pires

Na elaboração do orçamento de 2022, um meteoro, nas palavras do ex-Ministro Paulo Guedes, atingiu as contas públicas. O Ministério da Fazenda foi informado pelo Poder Judiciário que o valor dos precatórios havia alcançado 89 bilhões, um valor 64% superior aos R\$ 54 bilhões pagos em 2021, o que impedia a apresentação de um orçamento viável no contexto do teto de gastos.

A solução da equipe econômica, na época, foi criar um teto de pagamento anual no orçamento, postergando para os anos seguintes o pagamento do excedente. Na medida em que o total gerado de precatórios nos anos seguintes se normalizasse, haveria espaço fiscal para incorporar os precatórios e o problema estaria resolvido. O prazo dessa postergação se encerrava em 2027, devendo ocorrer quitação plena, caso houvesse saldo positivo a pagar. Dentro do orçamento do ano, haveria prioridade para pagamentos de precatórios de menor valor. Seria possível também realizar um encontro de contas: os agentes econômicos em débito fiscal poderiam saldar a conta com seus haveres. O procedimento de encontro de contas não seria computado nas regras fiscais.

A solução gerou muito mal-estar. Em primeiro lugar, porque os precatórios se referem a obrigações financeiras do governo que, muitas vezes, levaram anos para serem resolvidas, o que afetou a capacidade econômica de empresas e famílias. Adiar, mais uma vez, esses pagamentos piora a situação econômica do setor privado. Em segundo lugar, porque disfarça a situação patrimonial do governo, que apresenta resultados fiscais melhores do que os reais, já que se acumulam passivos que não são registrados como dívida. No final das contas, a solução criou uma bola de neve que resultará em um grande choque fiscal negativo em 2027. Segundo o Painel de Precatórios elaborado pela STN, o valor total já alcança R\$ 126,7 bilhões na posição de setembro de 2023.

A solução definitiva para o problema começou a tomar forma no início de 2023. Em janeiro deste ano, o governo anunciou um grupo de trabalho para realizar um diagnóstico estruturado do problema e exercer um controle mais efetivo dessa despesa, que já apresentava sinais preocupantes de crescimento desde 2016. Em setembro, o Ministério da Fazenda, em conjunto com a AGU, solicitou ao STF autorização para o pagamento imediato de todo o estoque de precatórios ainda este ano. Para isso, requereu que esse pagamento não seja registrado no resultado primário para que não haja descumprimento da meta fiscal.

A decisão do governo de criar ações que busquem maior coordenação e controle dos precatórios, bem como o desejo de pagar o estoque devido, é louvável e seu mérito precisa ser reconhecido. A decisão de fazer tal pagamento por fora da regra fiscal é inevitável e não vejo como questioná-la. Vira-se, portanto, uma página importante da política fiscal, trazendo maior realismo e transparência à situação patrimonial do governo.

Na solicitação junto ao STF, o Ministério da Fazenda também solicitou que a despesa com juros dos precatórios seja considerada como despesa financeira. Essa discussão, por sua vez, possui várias consequências que precisam ser melhor ponderadas.

O adiamento do pagamento dos precatórios gerou uma demanda de vários analistas para que os mesmos passassem a ser registrados como dívida pública. Essa interpretação faz sentido, já que há uma despesa reconhecida, que será efetuada no futuro com certeza, e, portanto, precisa haver registro contábil. Daí, surgiu o

argumento de que se o precatório dívida é, sua correção ao longo do tempo deveria ser caracterizada como despesa financeira. Esse é o fundamento da solicitação do Ministério da Fazenda e da AGU.

Aqui vale a pena fazer duas observações conceituais. Primeiro, é difícil enxergar a despesa com juros dos precatórios como despesa financeira, pois, apesar de ser entendida como dívida, não há uma operação de crédito ou financiamento envolvida nessa transação. Existem outras rubricas de juros no orçamento que possuem natureza tributária, como atraso no pagamento de impostos, e que, diferentemente dos precatórios, já são registradas de forma separada. Por analogia, o tratamento deveria ser análogo, mas não é, exatamente por não se tratar de uma operação de crédito, e sim da mera recomposição de um valor no tempo.

Segundo, a discussão tende a perder objeto se o governo resolver pagar todos os precatórios acumulados de uma vez. Assim, deixa-se de ser requerido o registro de dívida e volta-se a ter uma despesa normal do orçamento de que se reconhece o valor e que se incorpora imediatamente no orçamento, executando-se assim a despesa. Nesse caso, o precatório fica muito próximo do tratamento dado aos restos a pagar, com um mero desencontro de curto prazo de fluxo. Normalizando o pagamento, não é necessário rediscutir as estatísticas. Um contrato de investimento que percorre vários anos também é incorporado e executado gradualmente pelo orçamento ao longo do período.

Além de questões conceituais, existem questões práticas. O reconhecimento desses juros como despesa financeira abre espaço na regra fiscal para mais despesas primárias com a migração contábil. Na prática, o déficit nominal, que é o que importa para o endividamento, seria maior e impactaria a dívida. A meta fiscal continuaria sendo cumprida, mas o endividamento seria mais elevado.

Essa possibilidade gerou uma série de desconfianças em relação à medida no momento em que o Novo Arcabouço Fiscal busca construir credibilidade. Ao abrir essa discussão, o governo perdeu a oportunidade de dar uma notícia positiva para se perder em discussões complexas, menores e que precisam ser mais bem amadurecidas. Ficou ruim.

A discussão também tem potencial de afetar o sistema de contas nacionais, dado que as informações são fornecidas para o IBGE pela Secretaria do Tesouro Nacional. O próprio IBGE também poderia entender que uma eventual decisão do STF sobre o tema lhe alcance.

Despesa com juros é classificada como consumo intermediário. Dessa forma, a mudança estatística poderia reduzir o valor adicionado das Contas de Governo. Possivelmente, o valor adicionado de outro setor poderia ser majorado como, por exemplo, o setor financeiro, a despeito de nada ter mudado de fato. A reclassificação dos juros também pode mudar a classificação das rendas e a sua decomposição no PIB. As despesas com pessoal compõem o consumo das administrações públicas e o valor dos precatórios delas decorrentes serão reduzidos na nova classificação, o que poderia mudar a composição da demanda agregada, reduzindo o consumo do governo e, possivelmente, elevando o consumo das famílias. É isso que se deseja? Será que isso reflete melhor o que está acontecendo com a economia brasileira?

Essas são apenas algumas das questões que poderiam ser levantadas em uma discussão inicial, muito preliminar, e que precisam ser melhor ponderadas antes de uma decisão judicial engessar as estatísticas brasileiras. As recomendações estatísticas do FMI, da ONU e demais organismos internacionais não são vinculantes ao ordenamento do país, mas elas refletem anos de discussão técnica sobre as melhores práticas em relação ao que se deseja medir. Mais leis podem significar uma piora da qualidade das estatísticas brasileiras e torná-las menos precisas. É melhor ter cuidado com isso.

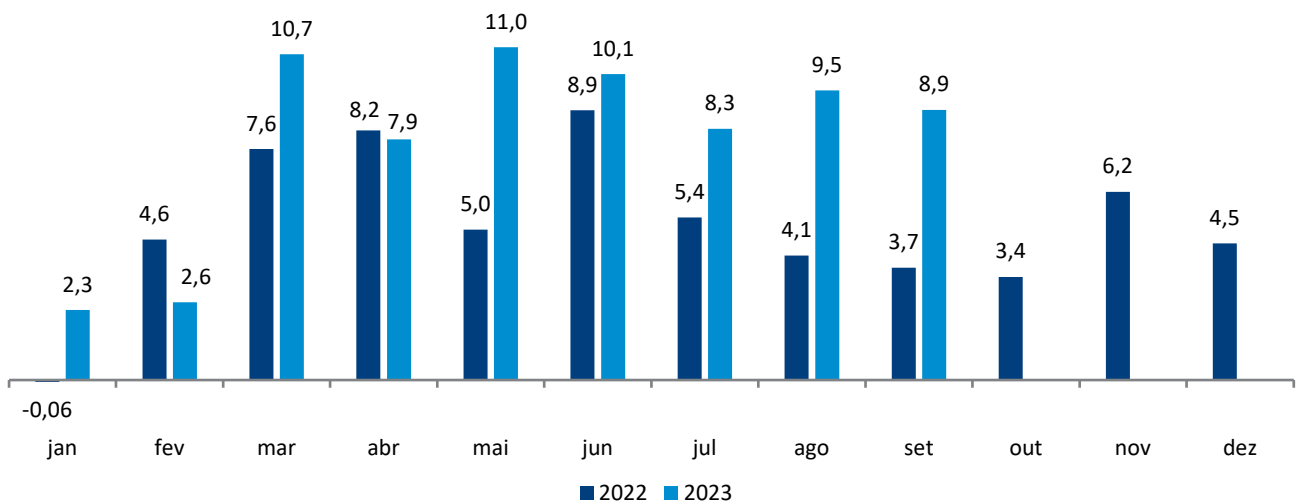
Setor externo

Volume e não preços determinam o recorde histórico dos superávits da balança comercial

Lia Valls

O superávit da balança comercial de setembro, no valor de US\$ 8,9 bilhões, superou o de igual período em 2022 (US\$ 3,7 bilhões), o que vem ocorrendo continuamente desde maio do corrente ano (Gráfico 8). No acumulado do ano até setembro, o saldo, no valor de US\$ 71,3 bilhões. Já é o maior na série histórica anual da balança comercial.

Gráfico 8: Saldos comerciais em US\$ bilhões



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/MDIC.

A Secretaria de Comércio Exterior (SECEX) revisou a última previsão do superávit para o ano de 2023, de US\$ 84,7 bilhões para US\$ 93,0 bilhões. O modelo macro IBRE previu em agosto um superávit de US\$ 84,8 bilhões, que deverá ser revisto pra cima. Nossa estimativa preliminar é de um saldo entre US\$ 90 bilhões e US\$ 92,5 bilhões.

Num primeiro momento, os possíveis efeitos da guerra entre Israel e o Hamas não devem modificar essas previsões. A guerra entre a Ucrânia e a Rússia teve um impacto mais imediato nas exportações brasileiras, via os canais dos fluxos de *commodities*, grãos e petróleo. Em adição, havia temores dos efeitos na agricultura, dado que a Rússia era o principal fornecedor das importações de fertilizantes para o Brasil.

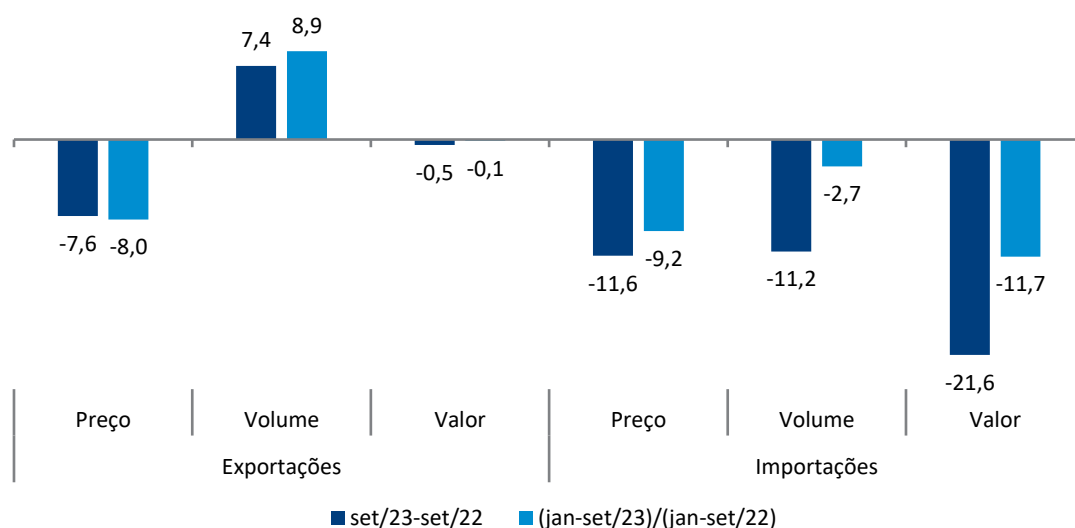
O Brasil, como membro do Mercosul, tem um acordo de livre comércio com Israel assinado em 2010 e que entrou em vigor em 2011. Da mesma forma, há um acordo Mercosul-Palestina assinado em 2011, aprovado pelo Congresso em 2018, mas que até agora aguarda sanção presidencial. O comércio do Brasil com os dois países é pequeno.

A participação de Israel nas exportações brasileiras é de 0,2% (52º colocado na lista dos mercados exportadores) e, nas importações, de 0,6% (34º na lista dos importadores). A Palestina é o 134º mercado para

as exportações e o 157º mercado das importações. Os impactos irão depender de quanto o conflito possa se estender para outros países da região, levando a possíveis sanções por parte dos Estados Unidos, o que teria um efeito negativo para o crescimento da demanda mundial. É possível ganhos com o aumento do preço do petróleo, mas deve ser lembrado que o Brasil também importa petróleo. No acumulado do ano até setembro, a participação do petróleo e derivados nas exportações brasileiras foi de 15,3% e, nas importações, de 12,2%. No momento, do ponto de vista do Brasil, a principal questão tem sido a crise humanitária.

Em setembro, os resultados repetiram o comportamento observado nos meses anteriores. Aumento do volume exportado e queda no volume importado, ambos acompanhados de queda de preços. No ano até setembro, o volume exportado aumentou 8,9% e o importado recuou 2,7% em relação a igual período de 2022; e os preços registraram queda de 8% nas exportações e 9,2% nas importações (Gráfico 9)

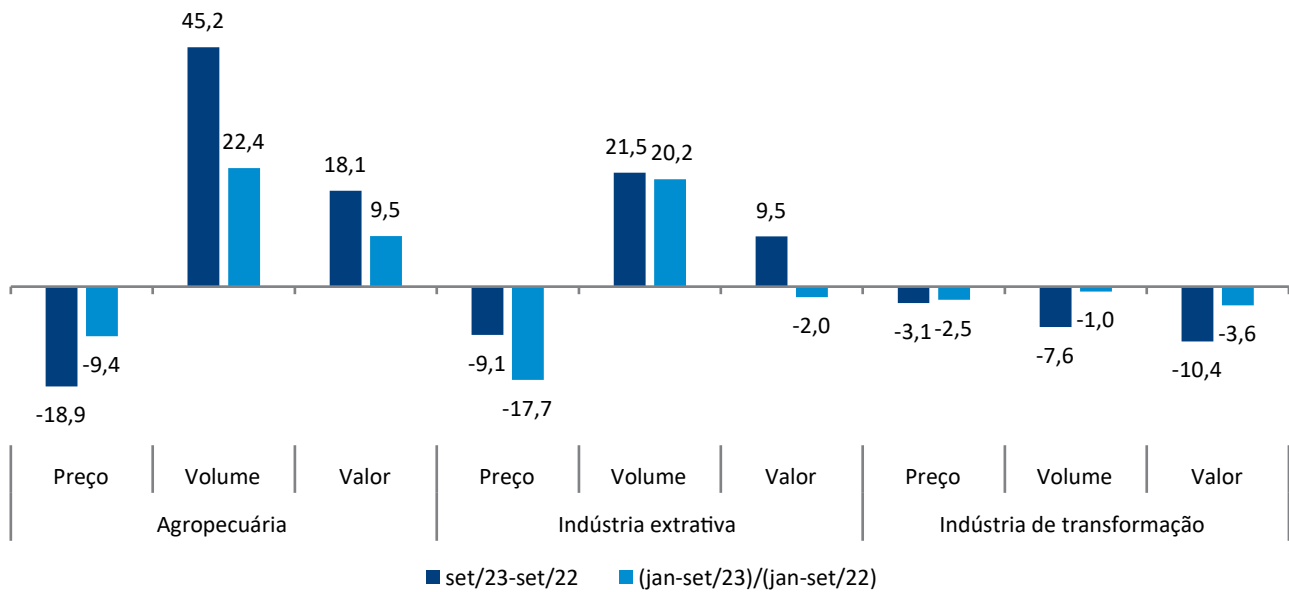
Gráfico 9: Variação (%) nos índices dos fluxos comerciais



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/MDIC.

Os resultados das exportações em volume são liderados pelo desempenho do setor agropecuário, que registrou aumento de 45,2% na comparação dos meses de setembro de 2022 e 2023; e de 22,4% entre os acumulados do ano até setembro. A indústria de transformação deu contribuição negativa: -7,6% na comparação mensal e de -1,0% no acumulado do ano até setembro (Gráfico 10).

Gráfico 10: Variação (%) dos índices de volume e preços exportados por tipo de atividade



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/MDIC.

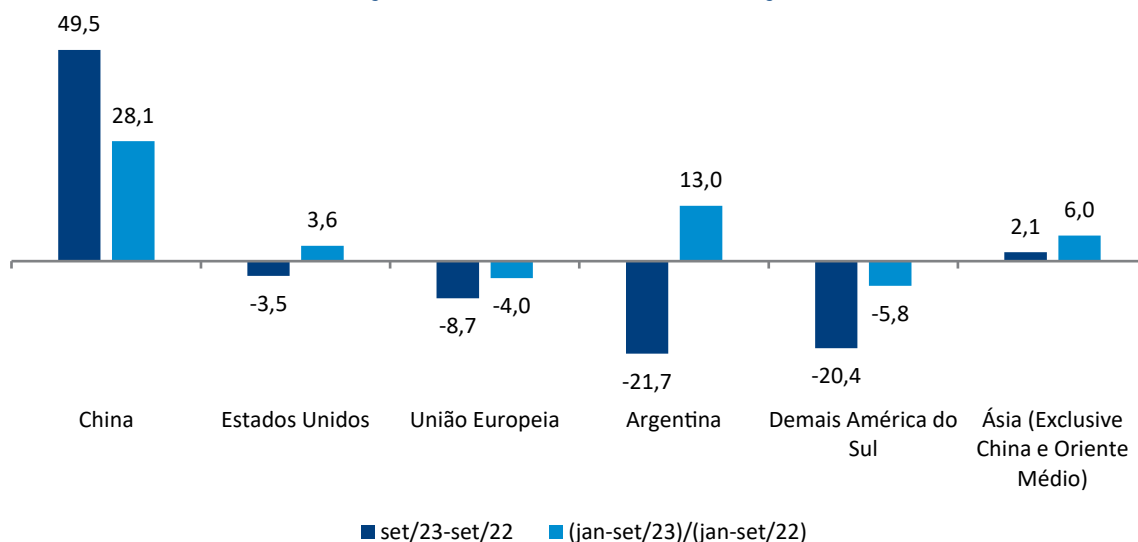
Os volumes importados recuaram seja na base mensal ou no acumulado do ano até setembro para todos os setores. Nesse último caso os resultados foram: -18,6%, agropecuária; -5,9%, extrativa; e -1,5%, transformação.

Outra análise se refere à composição das importações dos setores. As compras de bens de capital do setor agropecuário aumentaram 51,3% na base mensal e 47% no acumulado do ano até setembro. As compras de bens intermediários caíram no acumulado do ano (-2,7%), mas cresceram 29,5% em setembro. Esses resultados confirmam o bom desempenho exportador do setor, levando ao aumento das compras de bens de capital.

Na indústria, os resultados são pouco promissores, se entendemos que esses índices estão associados aos níveis de atividade. As importações de bens intermediários recuaram na base mensal 18,5%, e 7,7% no acumulado do ano. As compras de bens de capital aumentaram 6,7% na comparação do acumulado, mas caíram 10,5% na mensal.

O Gráfico 11 mostra a variação no volume exportado por principais mercados, em que a liderança da China se sobressai, com crescimento de 49,5% entre os meses de setembro de 2022 e 2023. Observa-se que, no acumulado até setembro, a Argentina registrou aumento de volume. Até julho, as exportações brasileiras em volume para a Argentina cresciam na comparação interanual mensal. Só foi a partir de agosto que o volume passou a recuar. Influenciou esse resultado o aumento nas exportações de soja para esse mercado, com a seca no país vizinho.

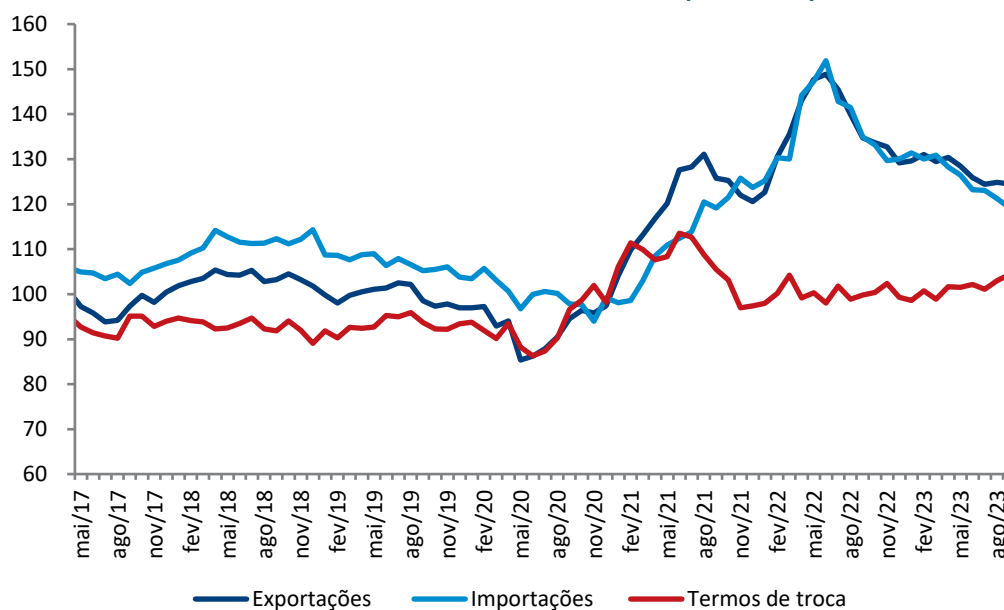
Gráfico 11: Variação (%) no volume das exportações por mercados



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/MDIC.

Por último, registra-se a estabilidade nos termos de trocas conforme ilustrado no Gráfico 12. Em suma, o resultado da balança comercial em 2023 tem sido determinado pelos fatores que explicam os volumes dos fluxos de exportações e importações. No caso das exportações, ganhos de mercado em grãos (soja e milho) explicados pela boa safra do Brasil, e problemas na safra da Argentina; e ganhos no mercado de petróleo, em parte devidos às sanções à Rússia por Estados Unidos e União Europeia. No caso das importações, o principal demandante, que é a indústria de transformação, ainda não entrou num claro ciclo de expansão do produto. A última previsão do modelo IBRE era de um aumento de 13,4% para agropecuária e recuo de 0,8% para a indústria de transformação.

Gráfico 12: Índice dos termos de troca (2006=100)



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/MDIC.

Internacional

Análise da ata do FED

Mariam Dayoub³ e Samuel Pessôa

A última reunião do comitê de política monetária (FOMC) do Fed, BC americano, em setembro surpreendeu o mercado com as novas projeções dos participantes para os indicadores da economia. A revisão altista para a atividade motivou uma redução na previsão (feita a cada três meses pelo comitê) de cortes de juros para 2024, de 1,0% para 0,5%.

A divulgação da ata dessa reunião, portanto, era evento aguardado pelo mercado. A ata destacou a surpresa do FOMC com a resiliência da atividade americana, sustentada pelo consumo das famílias. No curto prazo, com a política monetária restritiva, o comitê espera moderação do ritmo de crescimento.

Um dos fatores sustentando o consumo das famílias é o mercado de trabalho. Apesar de “apertado”, o Comitê ressaltou a redução dos desequilíbrios entre a oferta e a demanda por mão-de-obra, o que resultou na moderação do crescimento dos salários nominais.

Apesar de reconhecer as melhoras nos dados mais recentes de inflação, o FOMC continuou a caracterizá-la como “inaceitavelmente elevada”. Para o comitê, a conquista da última milha nesse processo, ou seja, atingir a meta de inflação de 2% em 2026, demandará um período de crescimento abaixo do potencial.

Ao discutir a política monetária, “quase todos os participantes” concordaram em manter os juros estáveis em 5,25-5,50% a.a. Nesta fase de ajuste fino, o FOMC busca equilibrar os riscos de apertar demais contra os de não apertar o suficiente. Assim, todos concordaram em proceder “cautelosamente”.

“A maioria dos participantes”, que, pelas projeções publicadas, somavam 12 dos 19, era a favor de mais uma alta dos juros. Ou seja, indicavam que, na reunião subsequente, provavelmente o movimento seria de elevação. Porém, algo mudou entre a última de decisão do Comitê em 20 de setembro e o início de outubro.

A reiteração da expectativa de “juros mais altos por um período prolongado” revelada nas projeções dos participantes levou a uma reprecificação dos juros dos títulos do Tesouro americano de 10 anos – de 4,36% em 19/09 para 4,80% em 06/10, gerando um aperto adicional das condições financeiras. Assim, a partir de 05/10, participantes antes favoráveis a uma alta adicional dos juros, como as presidentes Lorie Logan (Dallas) e Mary Daly (São Francisco) e o governador Christopher Waller, passaram a indicar que a alta da remuneração paga pelos títulos do Tesouro Americano de 10 anos, os *Treasuries*, teria “feito o trabalho do Fed”, que poderia, então, adotar uma postura de “*watch and see*”.

No verão americano, a atividade foi surpreendentemente forte, lastreada pelo consumo das famílias. Com um excesso de poupança próximo a US\$ 1 trilhão, um mercado de trabalho sólido, balanços robustos e aumento real da renda disponível, as famílias foram capazes de consumir. Ademais, elas mostraram grande disposição em fazê-lo, incorporada no termo YOLO (“*you only live once*”), de aproveitar o verão e desfrutar de experiências intensamente. O setor imobiliário deve passar a contribuir positivamente para o PIB, concomitantemente a um processo de recomposição de estoques. Tudo isso deve levar a um crescimento da ordem de 3,5% a 5,0% do PIB neste 3º trimestre (considerando a taxa de crescimento anualizada), segundo os *trackings*.

³Economista sênior da Julius Baer Family Office.

Para o 4º trimestre, alguma moderação da atividade é esperada, com condições financeiras e um mercado de crédito mais apertados e a volta dos pagamentos dos empréstimos estudantis, além de certa normalização após os excessos de consumo do verão. Riscos adicionais incluem um *shutdown* do governo federal e impactos de eventos geopolíticos no preço do petróleo. A resiliência da economia norte-americana pode continuar a surpreender os analistas, que, desde meados de 2022, empurram a recessão mais antecipada da história para a frente.

Em foco IBRE

Transferências de Renda, Taxa de Participação e Distribuição de Renda

Daniel Duque

No Brasil, observou-se redução da participação da força de trabalho durante a pandemia da COVID-19, junto a queda da desigualdade salarial. A PNAD Contínua destaca novas dinâmicas do mercado, acentuadas pela pandemia e pelo aumento das transferências de renda, em especial o Bolsa Família, cujo valor foi ampliado significativamente no período. Esse estudo sugere que o aumento das transferências de renda está reduzindo a taxa de participação e comprimindo a distribuição de salários. A análise revela tais efeitos especialmente em áreas com maior concentração de serviços básicos e menor potencial produtivo.

Nos EUA, a participação na força de trabalho caiu mais de 3 pontos percentuais nos primeiros dois meses da pandemia de COVID-19 em 2020, com redução de mais de 8,2 milhões de pessoas. Embora cerca de metade dessa queda tenha sido rapidamente recuperada, a participação se estagnou em aproximadamente 1 ponto percentual abaixo do nível pré-pandemia.

Até o início de 2023, Bauer e colaboradores (2023) constataram que a força de trabalho estava cerca de 900.000 pessoas abaixo do esperado, principalmente devido a mortes relacionadas à COVID-19 e à diminuição da imigração. Parte das tensões na economia atual provavelmente deriva dessas tendências na força de trabalho. Embora o gasto agregado tenha se recuperado, o crescimento da força de trabalho não acompanhou, limitando a capacidade econômica dos EUA de atender à demanda atual.

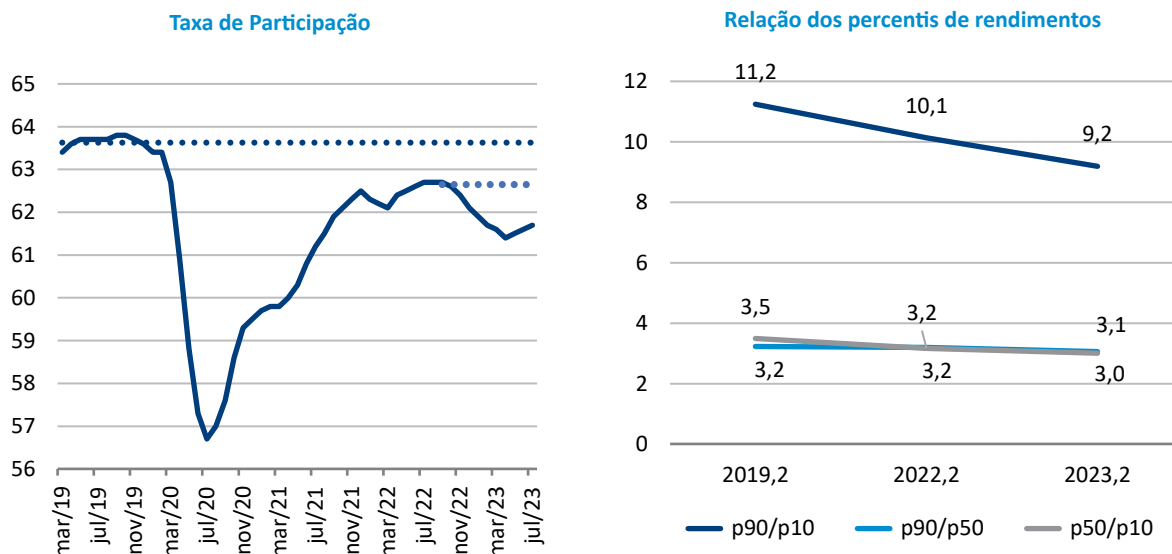
Ao mesmo tempo, nos últimos três anos, trabalhadores de baixa renda nos EUA viram aumentos salariais significativos além da inflação, revertendo a tendência anterior que beneficiava os mais ricos. Esses ganhos resultaram de mudanças estruturais no mercado de trabalho e de políticas governamentais de apoio econômico durante a pandemia. Impulsionado pela escassez de mão de obra, os estratos mais baixos de trabalhadores tiveram aumento salarial superior a 5% entre 2020 e 2022, acima da inflação. Paralelamente, a inflação corroe os aumentos para os trabalhadores de alta renda, resultando numa queda de cerca de 5% em seus rendimentos reais. Segundo Autor e colaboradores (2023), um quarto do crescimento do abismo salarial entre ricos e pobres ao longo de 40 anos foi reduzido em apenas alguns anos.

No Brasil, um padrão semelhante ao observado nos EUA tem sido notado, embora com cronologia distinta. O país enfrentou duas ondas significativas de redução na participação da força de trabalho durante a pandemia

de COVID-19. Essas ondas, ao contrário do padrão norte-americano de queda acentuada seguida de recuperação parcial, delinearão um cenário mais complexo para o mercado de trabalho brasileiro.

Desde 2022, a distribuição de ganhos no Brasil tem se comprimido, tendência que se manteve visível em 2023. No entanto, diferentemente de outros países que têm diversos estudos relacionando as mudanças no mercado de trabalho com outros fatores econômicos e políticos, no Brasil, houve pouca análise sobre como esses eventos se correlacionam e quais suas implicações de longo prazo.

Gráfico 13: Taxa de Participação e Transferências de Renda



Fonte: PNADC.

Nesse cenário complexo, é importante explorar alguns dos fatores que afetam a oferta de trabalho. Além dos tradicionais determinantes, alternativas fora do mercado de trabalho como educação e programas de bem-estar social revelam que novas dinâmicas surgiram. Os dados da PNAD Contínua podem fornecer dados sobre como esses fatores estão interagindo em um ambiente de trabalho em rápida evolução, exacerbado pelas consequências da pandemia da COVID-19 e por políticas de transferência de renda. Especificamente, a diminuição da participação entre os trabalhadores de serviços básicos e menor renda esperada, e o impacto subsequente nos salários dessa faixa merecem um estudo aprofundado para entender totalmente suas implicações para a economia brasileira.

Referência conceitual

De acordo com Autor et al. (2023), a maior competição por trabalhadores no mercado de trabalho entre 2021-2022 foi crucial para compressão salarial após a pandemia nos Estados Unidos. Documenta-se também que o crescimento salarial entre os que permaneceram em seus empregos foi significativamente menor do que entre os que mudaram, especialmente aqueles que saíram de setores que pagavam salários baixos. Isso sugere que mudanças na concorrência, em especial através da busca de emprego e variações salariais, são essenciais para compreender como a maior concorrência por trabalhadores influencia os salários.

Adicionalmente, usando dados mensais da Pesquisa da População Atual (CPS) de janeiro de 2015 a setembro de 2022, o estudo observa que, após a pandemia, a maior competição por trabalhadores no mercado de

trabalho é um forte preditor do crescimento salarial real entre trabalhadores de baixa renda e da compressão salarial agregada no período.

É bem documentado na literatura que a redução na oferta de mão de obra pode levar a um enrijecimento do mercado de trabalho. Quando há diminuição no número de trabalhadores disponíveis, os empregadores muitas vezes encontram-se em uma posição na qual precisam competir mais intensamente para atrair e reter mão de obra. Esse cenário cria uma pressão ascendente nos salários, pois, para atrair trabalhadores em um mercado com oferta limitada, as empresas tendem a oferecer remunerações mais atraentes.

Se essa redução na oferta de mão de obra estiver concentrada principalmente entre os trabalhadores de baixa remuneração, o impacto será mais predominante nos salários do extremo inferior da distribuição. Em outras palavras, os salários dos trabalhadores de baixa renda poderão ver um aumento mais acentuado. Isso pode levar a uma compressão salarial, onde a diferença entre os salários dos trabalhadores de baixa e alta renda diminui.

Metodologia

Para compreender a estrutura salarial pré-pandemia em diferentes áreas, adotaremos um modelo de regressão OLS, levando em consideração uma série de características dos trabalhadores que são tradicionalmente relevantes para determinar os salários. Essa abordagem provém da equação minceriana, que se baseia na premissa de que o salário é influenciado por atributos individuais do trabalhador. A equação do modelo é dada por:

$$\ln(y_i) = \beta_0 + X'_{k,i}\beta_k + \varepsilon_{a,t}$$

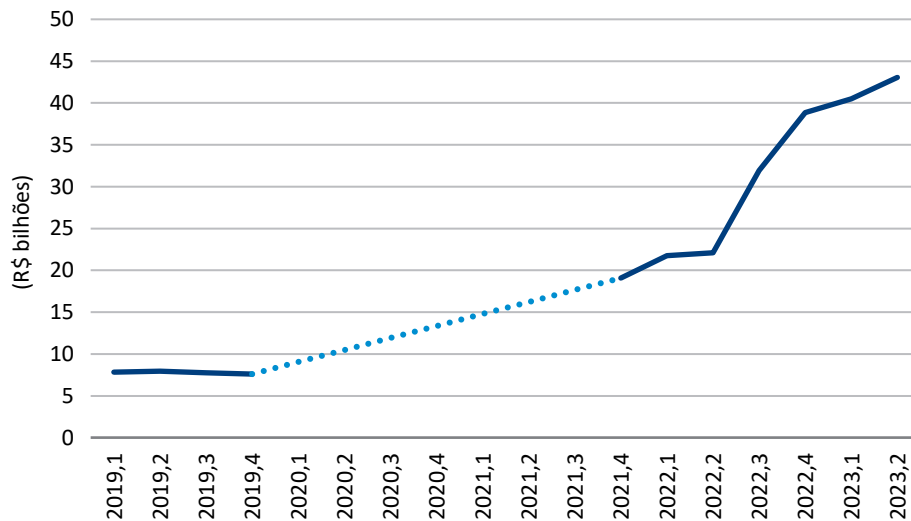
Em que i é o índice dos trabalhadores, e X é um vetor de k características destes. A análise incorporará educação, idade, gênero, raça, ocupação, setor de atividade, grande região, se a cidade é capital/RM/restante da UF, e se a área é urbana ou rural. A partir dos coeficientes $\hat{\beta}$, será estimado o salário predito médio por área a .

Dados na PNADC podem ser usados para analisar os determinantes da participação na força de trabalho em nível local. Essa abordagem envolve a coleta de dados agregados em diferentes regiões ao longo do tempo, fornecendo informações sobre o papel das condições do mercado de trabalho local, políticas regionais e fatores culturais na participação na força de trabalho. Comparar regiões com características variadas pode ajudar a identificar fatores que promovem ou dificultam a oferta de trabalho.

Os modelos de efeitos fixos podem ser usados para abordar algumas fontes de endogeneidade, controlando os fatores não observados invariantes no tempo que podem estar correlacionados com as variáveis explicativas. Ao se concentrar na variação dentro do indivíduo ou dentro da região ao longo do tempo, os modelos de efeitos fixos ajudam a isolar os efeitos causais dos determinantes da participação na força de trabalho, considerando a heterogeneidade não observada.

Desse modo, a nível local, será explorado principalmente o canal das transferências de renda relacionadas ao Bolsa Família, uma vez que, em 2023, o programa voltou a ser conhecido por esse nome e introduziu um benefício adicional de R\$ 150 por criança para famílias com filhos jovens (até dois benefícios). O programa teve significativa expansão em três momentos: do final de 2021 para o início de 2022, quando o benefício mensal aumentou para um valor mínimo de R\$ 400 (além de um aumento do número de famílias atendidas), na segunda metade do ano, quando este cresceu para R\$ 600 e, finalmente, no início de 2023, quando foram progressivamente introduzidos os novos benefícios variáveis.

Gráfico 14: Transferências de Renda do Bolsa Família/Auxílio Brasil por Trimestre



Fonte: Ministério do Desenvolvimento Social.

Para estimar o efeito da expansão dessas transferências, será explorada a possibilidade de a PNAD Contínua Trimestral poder se subdivida entre 75 áreas geográficas, a partir de Capitais, Regiões Metropolitanas associadas a estas primeiras, e o restante das Unidades da Federação. Com isso, a partir dessas áreas, será testado o efeito local do Bolsa Família sobre a média da Taxa de Participação e do total de ocupações até o 2º trimestre de 2023. A equação abaixo demonstra a estratégia empírica aplicada.

$$Y_{a,t} = \beta_0 + \beta_1 T_{a,t} + X'_{k,a,t} \beta_k + \theta_t + \mu_a + \varepsilon_{a,t}$$

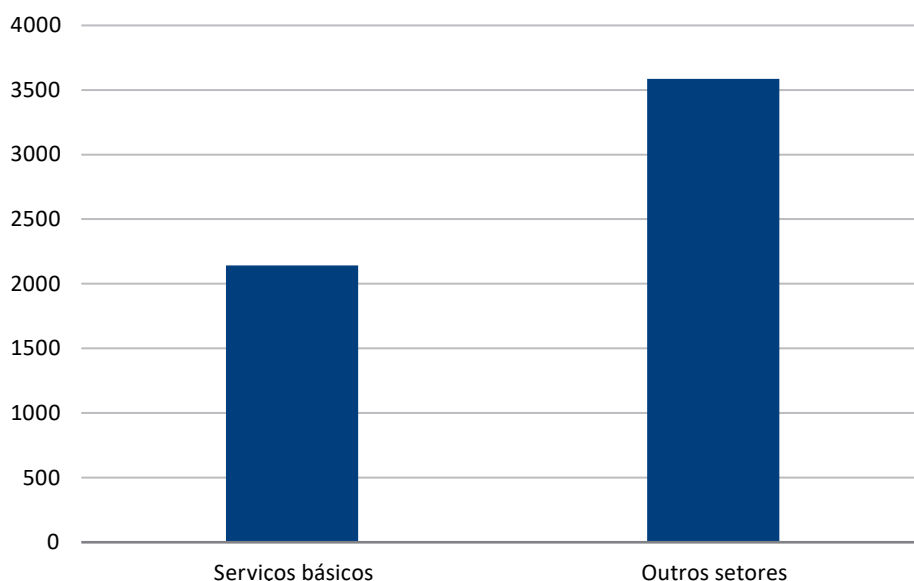
Em que a é a área geográfica, t é o trimestre (do 4º de 2021 ao 2º de 2023), Y é a variável dependente de interesse, T é o percentual de transferências no mês central do trimestre, em proporção ao total de rendimentos do quarto trimestre de 2021 na área geográfica, X é um vetor de controles (escolaridade dos adultos, total de adultos), e, finalmente, θ_t e μ_a são efeitos fixos de trimestre e área geográfica.

A análise testará se os efeitos dessas transferências foram mais pronunciados em áreas com uma maior proporção de emprego em serviços básicos (Comércio, Alojamento, Alimentação, Outros Serviços e Serviços Domésticos). Essa abordagem pode oferecer insights significativos sobre como as políticas de transferência de renda podem ter impactos diferenciados dependendo do perfil sócioeconômico dessas áreas. A equação abaixo demonstra a estratégia empírica aplicada.

$$Y_{a,t} = \beta_0 + \beta_1 T_{a,t} + \beta_2 T_{a,t} \times \%Serv_{a,2019,4} + X'_{k,a,t} \beta_k + \theta_t + \mu_a + \varepsilon_{a,t}$$

Em que $\%Serv_{a,2019,4}$ representa o percentual de empregos no setor de serviços básicos na área a em 2019.4. Vale notar que, em geral, salários nesses empregos são significativamente mais baixos do que nas demais ocupações da economia, como mostra o Gráfico a seguir.

Gráfico 15: Salários Efetivamente Recebido por mês em 2019.4, por setor



Fonte: PNADC.

Adicionalmente, também será investigado o efeito dessas transferências de renda sobre os salários-hora no 25º, 50º e 75º percentis. Isso pode fornecer informações valiosas sobre se o programa ajudou a elevar os salários em cada faixa de renda, explicando os recentes movimentos na desigualdade de salarial. Serão também testados efeitos heterogêneos sobre essas faixas salariais a depender da composição de trabalhadores de cada área, tal como mostra a equação abaixo.

$$Y_{a,t} = \beta_0 + \beta_1 T_{a,t} + \beta_2 T_{a,t} \times \ln(\widehat{\text{Salário}})_{a,2019.4} + X'_{k,a,t} \beta_k + \theta_t + \mu_a + \varepsilon_{a,t}$$

Em que $\ln(\widehat{\text{Salário}})_{a,2019.4}$ é estimado a partir da equação 1 da área de metodologia.

Resultados

A tabela apresentada dispõe de resultados de regressões. As colunas de (1) a (4) representam diferentes variáveis dependentes.

Na coluna (1), é mostrado que um aumento de 10 pontos percentuais no aumento da proporção de transferências de renda sobre a massa de rendimentos está associado a uma diminuição de 1,1 pontos percentuais na Taxa de Participação, com um nível de significância de 1%. Nas colunas (3) e (4), mostra-se que o aumento das transferências de renda resulta em um aumento significativo sobre a taxa de ocupação e uma redução da jornada média, respectivamente. A coluna (2) mostra que o resultado não é estatisticamente significativo a um nível padrão para o nível de ocupações.

Tabela 3: Resultados das Regressões

	TP	PO (ln)	Taxa de Ocupação	Jornada Média (ln)
Transferências a Famílias	-0.110***	-0.047	0.135 ***	-3.609**
	(0.040)	(0.072)	(0.037)	(1.667)
Idosos (%)	-0.373***	-0.687 **	-0.265***	2.458
	(0.093)	(0.165)	(0.085)	(3.832)
Homens (%)	0.467***	0.901 ***	0.050	10.646**
	(0.127)	(0.225)	(0.116)	(5.212)
Anos de Estudo de adultos	0.054***	0.090 ***	-0.009	-0.823**
	(0.006)	(0.012)	(0.006)	(0.273)

Obs: Os asteriscos indicam níveis de significância estatística: * para 10%, ** para 5% e *** para 1%. Efeitos Fixos de área geográfica e trimestres implícitos.

A tabela abaixo, por sua vez, apresenta os resultados de regressões com interação relacionada à proporção pré pandemia de serviços básicos. Na coluna (1), com a Taxa de Participação como variável dependente, o coeficiente associado ao aumento de transferências é de 0,335. Mais notavelmente, a interação com o percentual de ocupações nos serviços básicos possui um coeficiente negativo de -1,253. Para a Taxa de Ocupação, alternativamente, o aumento de transferências tem um coeficiente negativo de -0,580, também significativo. Simultaneamente, a interação apresenta um coeficiente positivo de 2,014. As demais colunas, (2) e (4), apresentam resultados, mas os coeficientes relacionados às variáveis de interesse não são estatisticamente significativos nos níveis convencionais.

Tabela 4: Resultados das Regressões com Interação

	TP	PO (ln)	Taxa de Ocupação	Jornada Média (ln)
Transferências a Famílias	0.335**	-0.0798	-0.580***	2.232
	(0.154)	(0.275)	(0.137)	(6.357)
Interação com Proporção de Empregos em Serviços Básicos	-1.253***	0.0918	2.014***	-16.45
	(0.418)	(0.746)	(0.371)	(17.27)

Obs: Os asteriscos indicam níveis de significância estatística: * para 10%, ** para 5% e *** para 1%. Efeitos Fixos de área geográfica e trimestres implícitos.

Esses resultados mostram que, para áreas com maior percentual de serviços básicos, o efeito negativo das transferências sobre a Taxa de Participação é mais pronunciado. Como o efeito sobre o total de empregos se mostra não significativo, a Taxa de Ocupação aumenta sobre essas áreas. Vale lembrar que, nestas regiões, não só a pandemia teve um impacto mais acentuado, mas também houve uma maior proporção de indivíduos elegíveis para um aumento nas transferências.

Adicionalmente, é crucial destacar a estrutura salarial dessas áreas. Os salários nos setores de serviços básicos tendem a ser mais baixos em comparação com outros setores, como visto na seção de metodologia. Assim, quando ocorre um aumento nas transferências sociais, o impacto sobre os orçamentos familiares desses trabalhadores é mais significativo. Em outras palavras, um acréscimo nas transferências sociais representa uma parcela maior do rendimento total de famílias que dependem principalmente de salários do setor de serviços básicos. Isso, por sua vez, pode influenciar a decisão desses trabalhadores de participar ou não do mercado de trabalho, considerando o equilíbrio entre trabalho e benefícios recebidos.

A tabela apresenta os resultados das regressões para diferentes percentis da distribuição de salários: p(25), p(50) e p(75). Por sua vez, a variável interagida com as transferências de renda é o logaritmo da renda média prevista baseada nas características dos trabalhadores pré-COVID, como explicitado na metodologia.

Nas colunas (1) a (3), observa-se o impacto do aumento das transferências nos respectivos percentis. Nota-se um efeito significativo e positivo no 25º percentil (coluna 1), enquanto para o 50º e 75º percentis, os coeficientes não são estatisticamente significativos.

Nas colunas (4) a (6), além do efeito direto das transferências, é considerada a interação. Esta interação procura avaliar como a relação entre a parcela de transferências e os percentis da renda se altera com diferentes níveis da renda média prevista. Os resultados indicam que essa interação é negativa e significativa em todos os três percentis, sugerindo que o impacto das transferências sociais sobre a distribuição de salários é modificado pela renda média prevista das áreas.

Tabela 5: Resultados das Regressões sobre Pontos da Distribuição Salarial com Interação

	p(25)	p(50)	p(75)	p(25)	p(50)	p(75)
Transferências a Famílias	0.524*** (0.125)	0.0305 (0.120)	-0.129 (0.115)	22.19*** (3.625)	10.80*** (3.564)	6.279* (3.433)
Interação com Salário Médio Predito Pré Covid				-3.047*** (0.510)	-1.514*** (0.501)	-0.901* (0.483)

Obs: Os asteriscos indicam níveis de significância estatística: * para 10%, ** para 5% e *** para 1%. Efeitos Fixos de área geográfica e trimestres implícitos.

Os resultados apresentados na tabela indicam que o aumento das transferências sociais está comprimindo a distribuição dos salários. Ao analisar o impacto nos diferentes percentis da distribuição salarial, observa-se tendências distintas:

No 25º percentil (coluna 1), a relação é positiva e significativa, indicando que os salários no quartil inferior estão crescendo com o aumento das transferências. No entanto, nos percentis mais altos, os efeitos não são estatisticamente significativos, ainda que se observe um sinal negativo para o 75º percentil.

As colunas (4) a (6) reforçam essa narrativa. Os coeficientes negativos da interação sugerem que, em áreas com rendas médias previstas mais altas, o impacto das transferências é menor, ou mesmo oposto, em comparação com áreas de renda média prevista mais baixa.

Essa combinação de efeitos positivos no quartil inferior e efeitos neutros ou ligeiramente negativos nos quartis superiores sugere um efeito de compressão. Ou seja, o aumento das transferências sociais está reduzindo a disparidade entre os salários, trazendo os extremos da distribuição de salários mais próximos. Esse fenômeno

pode ser interpretado como uma equalização salarial, em que as transferências beneficiam proporcionalmente mais os trabalhadores de baixa renda do que aqueles nos extratos de renda mais altos.

Referência bibliográfica

Bauer, L., Edelberg, W., Estep, S., & Hershbein, B. (2023). “Who’s missing from the post-pandemic labor force?”. The Brookings Institution

Autor, D., Dube, A., & McGrew, A. (2023). “The unexpected compression: Competition at work in the low wage labor market” (No. w31010). National Bureau of Economic Research.



Instituição de caráter técnico-científico, educativo e filantrópico, criada em 20 de dezembro de 1944, como pessoa jurídica de direito privado, tem por finalidade atuar no âmbito das Ciências Sociais, particularmente Economia e Administração, bem como contribuir para a proteção ambiental e o desenvolvimento sustentável.

Praia de Botafogo, 190 – CEP 22250-900 – Rio de Janeiro – RJ
Caixa Postal 62.591 – CEP 22257-970 – Tel.: (21) 3799-4747

Primeiro Presidente e Fundador

Luiz Simões Lopes

Presidente

Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-presidentes: Clovis José Daudt Darrigue de Faro, Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

Conselho Diretor

Presidente: Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-presidentes: Clovis José Daudt Darrigue de Faro, Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

Vogais: Carlos Alberto Pires de Carvalho e Albuquerque, Cristiano Buarque Franco Neto, José Luiz Miranda, Lindolpho de Carvalho Dias, Marçílio Marques Moreira, Roberto Paulo Cezar de Andrade

Suplentes: Aldo Floris, Alexandre Koch Torres de Assis, Antonio Monteiro de Castro Filho, Ary Oswaldo Mattos Filho, Carlos Eduardo de Freitas, Gilberto Duarte Prado, José Carlos Schmidt Murta Ribeiro, José Ermírio de Moraes Neto, Marcelo José Basílio de Souza Marinho, Willy Otto Jordan Neto

Conselho Curador

Presidente: João Alfredo Dias Lins (Presidente em exercício)

Vice-presidente: João Alfredo Dias Lins (Klabin Irmãos & Cia.)

Vogais: Antonio Alberto Gouveia Vieira, Eduardo M. Krieger, Estado da Bahia, Estado de Minas Gerais, Estado do Rio de Janeiro, Estado do Rio Grande do Sul, Federação Brasileira de Bancos (Isaac Sidney Menezes Ferreira), IRB – Brasil Resseguros S.A. (Antônio Cássio dos Santos), Luiz Carlos Piva, Luiz Ildefonso Simões Lopes, Luiz Roberto do Nascimento e Silva, Marcelo Serfaty, Marcio João de Andrade Fortes, Maria Tereza Leme Fleury, Miguel Pachá, Pedro Henrique Mariani Bittencourt, Ricardo Oberlander, Sindicato das Empresas de Seguros Privados, de Resseguros e de Capitalização nos Estados do Rio de Janeiro e do Espírito Santo (Ronaldo Mendonça Vilela)

Suplentes: Almirante Luiz Guilherme Sá de Gusmão, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, General Joaquim Maia Brandão Júnior, Leila Maria Carrilo Cavalcante Ribeiro Mariano, Manoel Fernando Thompson Motta Filho, Monteiro Aranha Participações S.A., Nilson Teixeira, Raphael José de Oliveira Barreto, Ricardo Gattass, Tenente Brigadeiro-do-Ar Jeferson Domingues de Freitas

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendência de Estatísticas Públicas: Aloisio Campelo Junior

Superintendência de Infraestrutura e Mercados Globais: Túlio Barbosa

Superintendência de Inovação: Vagner Laerte Ardeo

Superintendência de Pesquisa, Dados e Operação: André Lavinas

Superintendência de Publicações: Claudio Roberto Gomes Conceição

Superintendência de Gestão Estratégica e Organizacional: Joana Braconi



Instituto Brasileiro de Economia

Diretor

Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-diretor

Vagner Ardeo

Boletim Macro IBRE

Coordenação geral e técnica

Silvia Matos

Revisão editorial

Fernando Dantas

Editoria de arte

Marcelo Nascimento Utrine

Equipe Permanente

Aloisio Campelo Jr.

Ana Victoria Pelliccione

André Braz

Armando Castelar Pinheiro

Daniel Duque

José Júlio Senna

Lia Valls Pereira

Livio Ribeiro

Manoel Pires

Marina Garrido

Rodolpho Tobler

Samuel Pessôa

Viviane Seda

Advertência

As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação Getúlio Vargas, nas quais constem a sua identificação como tais, em artigos e entrevistas publicados nos meios de comunicação em geral, representam exclusivamente as opiniões dos seus autores e não, necessariamente, a posição institucional da FGV.

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 19 de outubro de 2023. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.

Boletim **MACRO**

Para edições anteriores, acesse:

<https://portalibre.fgv.br/boletim-macro>